

UNIVERSITÉ DE LYON — FACULTÉ DE DROIT

De l'Élévation récente
DU
TAUX DE CAPITALISATION

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(ÈS-SCIENCES POLITIQUES ET ÉCONOMIQUES)

PRÉSENTÉE ET SOUTENUE DEVANT LA

FACULTÉ DE DROIT DE LYON

Au mois de Novembre 1913

PAR

ROBERT VIGNON

LYON

LIBRAIRIE Paul PHILY

8, Place Bellecour, 8

1913



Digitized by the Internet Archive
in 2026

UNIVERSITÉ DE LYON — FACULTÉ DE DROIT

De l'Élévation récente
DU
TAUX DE CAPITALISATION

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(ÈS-SCIENCES POLITIQUES ET ÉCONOMIQUES)

PRÉSENTÉE ET SOUTENUE DEVANT LA

FACULTÉ DE DROIT DE LYON

Au mois de Novembre 1913

PAR

ROBERT VIGNON

LYON

LIBRAIRIE Paul PHILY

8, Place Bellecour, 8

1913



UNIVERSITÉ DE LYON

FACULTÉ DE DROIT

MM.

MM. FLURER, ✱, I. 🌿, doyen honoraire, professeur de Droit civil.

THALLER, ✱, I. 🌿, professeur honoraire.

AUDIBERT, ✱, I. 🌿, professeur honoraire.

JOSSERAND, I. 🌿, doyen, professeur de Droit civil.

GARRAUD, I. 🌿, ✱, Correspondant de l'Institut, professeur de Droit criminel.

APPLETON (Charles), I. 🌿, professeur de Droit romain.

COHENDY, O. ✱, I. 🌿, ✱, professeur de Droit commercial.

PIC (Paul), I. 🌿, professeur de Droit international public.

APPLETON (Jean), I. 🌿, professeur de Droit administratif.

LAMBERT, A. 🌿, professeur d'Histoire générale du Droit français.

BOUVIER, I. 🌿, professeur de Science financière et de Législation française des finances.

LAMEIRE, I. 🌿, professeur d'Histoire du Droit public et de Droit administratif.

BROUILHET, I. 🌿, professeur d'Economie politique.

HUVELIN, I. 🌿, professeur de Droit romain.

LÉVY, I. 🌿, professeur de Droit civil.

GONNARD, I. 🌿, professeur d'Histoire des Doctrines économiques et d'Economie politique.

BOUVIER-BANGILLON, I. 🌿, professeur de Procédure civile.

RICARD, agrégé, chargé d'un cours de Droit civil.

JURY DE LA THÈSE

Président : M. BROUILHET, professeur.

Assesseurs : { M. PIC, professeur.
 { M. GONNARD, professeur.

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

BIBLIOGRAPHIE

- Alfred NEYMARCK. — Statistique internationale des valeurs mobilières. Session de la Haye (septembre 1911), IX^e Rapport.
- Baron Charles MOURRE. — Conférence à la Société d'Economie Politique de Paris, 5 mars 1913.
- LANDRY. — L'intérêt du Capital, Paris, 1904.
- BÖHM-BAWERK. — Positive théorie des Capitales.
- GIDE. — Principe d'Economie Politique.
- LEROY-BEAULIEU. — Traité théorique et pratique d'Economie Politique. Cinquième édition, Paris, Alcan, 1910.
- W.-J. ASHLEY. — Histoire et doctrines économiques de l'Angleterre (Traduction française, Paris, 1900).
- TURGOT. — Réflexions sur la formation et la distribution des richesses (édit. Daire, Paris, 1844).
- BÖHM-BAWERK. — Histoire critique des théories de l'intérêt du capital. Traduction française (Paris, 1912).
- BROUILHET. — Précis d'Economie Politique, Paris, 1912.
- ROSCHER. — Grundlagen der Nationalökonomie.
- Louis DAUSSET. — Rapp. sur le budget 1913 de la ville de Paris.
- Alfred NEYMARK. — La baisse des rentes et valeurs à revenu fixe (Paris 1912).
- Alfred NEYMARK. — Les mouvements des fonds d'Etat des grands pays (Communication faite à la Société de statistique de Paris), 7 juillet 1909.
- Edgard MILHAUD. — L'imposition sur la rente.

- François MAURY. — Les valeurs françaises depuis 10 ans (Alcan, Paris, 1912).
- Charles RIST. — La hausse du taux de l'intérêt (*Revue Economique Internationale*).
- M. CADOUX. — Les finances de la ville de Paris, 1900.
- Irving FISCHER. — Une théorie de l'intérêt fondée sur l'impatience, étude des causes qui déterminent le taux de l'intérêt (*Revue Scientia*), Paris, 1911.
- Irving FISCHER. — *The rate of interest*, New-York, 1907.
- Hector DENIS. — La dépression économique et sociale, 1895.
- M. A. MARSHALL. — *The Present Position of Economies*.
- BASTIAT. — Les harmonies économiques.
- Paul LEROY-BEAULIEU. — Essai sur la répartition des richesses.
- Paul LEROY-BEAULIEU. — Traité de la science des finances.

Thèses

- A. CHARBIN. — *La Vie Chère*, Lyon, 1912.
- Georges ROBERT. — *Des Variations du taux de l'intérêt*, Lyon, 1902.

Notes et Articles de Revue

- Revue Politique et Parlementaire*, décembre 1912. Quelques réflexions à propos des revendications des agents des chemins de fer français (Auteur anonyme).
- Bulletin de statistique et législation comparée*.
- Economiste français*, numéros : 11 janvier 1913, 18 janvier 1913, 16 avril 1913, 19 avril 1913, 30 avril 1913, 7 mai 1913, 14 juin 1913, 19 juillet 1913.
- L'Information*, La baisse de la rente, 16 avril 1913, 30 avril 1913, 7 mai 1913.
- Le Rentier*, 7 octobre 1904.
- Le Temps*, 19 mai 1912.

INTRODUCTION

Parmi les faits économiques de ces dernières années, l'un des plus remarquables et des plus caractéristiques, a été la baisse des fonds d'Etat et des titres à revenu fixe.

Partout on se préoccupe de la baisse des rentes d'Etat et on en recherche les causes.

Cette baisse n'est pas un fait particulier à notre pays, c'est un fait général, qui s'est produit dans tous les grands Etats : Angleterre, Allemagne, Russie et dans les Etats secondaires (1) au point de

(1) Ces Etats, qu'on qualifie « de second ordre » qualification exacte sans doute, si on considère le nombre d'habitants, mais inexacte à un autre point de vue, sont en réalité de premier ordre par leur scrupuleuse honnêteté et fidélité à remplir en tout temps leurs engagements.

C'est ce que l'on constate si l'on étudie les cours du 2 1/2 hollandais par exemple. (Bulletin de statistique et de législation comparée).

vue politique, mais dont le crédit est, et mérite d'être au premier rang : Suède, Norvège, Danemark, Belgique, Hollande.

Sur leurs plus hauts cours, cotés pendant la période qui s'écoula de 1895 à 1897, la baisse de ces fonds a été plus importante que celle des fonds français. Ce n'est pas seulement la rente française qui, depuis janvier 1897, a passé de 102 fr. 30 à 89 fr. 30 au 2 janvier 1913 ; ce sont aux mêmes dates, les consolidés anglais 3 %, passant de 111 fr. 15 à 75 fr., après la conversion en 2 1/2, c'est le 3 % allemand sautant de 99 fr. à 78 fr. 20 ; c'est le 3 % belge tombant toujours aux mêmes dates de 101 fr. 60 à 79 fr. 25 ; c'est l'Autriche 4 % or, passant de 105 fr. à 92 fr. 85.

Les capitalistes de toute envergure qui ont prêté leur argent à ces Etats, ont reçu un intérêt très stable et très abrité contre les surprises fâcheuses ; mais ils ont éprouvé de douloureuses déceptions, et subi des pertes importantes lorsqu'ils ont été obligés de réaliser leurs créances.

Emus par la persistance de ce phénomène économique, les ministres de France et d'Angleterre, chacun parlant pour son pays, s'élevaient, il y a quelques mois, en de retentissants discours, contre cette dépréciation, suivant eux, injustifiée des fonds publics.

Plus récemment encore, le Congrès (1) des ban-

(1) Congrès de septembre 1912.

quiers allemands, réunis à Munich, discutait des moyens propres à enrayer la désaffection grandissante des capitalistes pour les emprunts d'Etats.

Ces protestations et ces discussions visaient des mouvements de baisse exagérée qui se sont produits au cours de ces dernières années.

C'est ainsi, par exemple, qu'au début de la guerre russo-japonaise, le prix des fonds publics subit un tel effondrement que, si les capitalistes avaient dû réaliser au cours du moment, ils auraient perdu plusieurs milliards.

Le même phénomène se reproduisit lorsqu'au mois d'octobre dernier, le conflit balkanique apparut inévitable.

On a attribué à ces phénomènes, des causes diverses et nombreuses. Il n'est pas douteux que la crainte d'une liquidation prochaine, par la voie des armes, des conflits sans cesse renaissants qui divisent les nations européennes soit une des raisons principales de l'éloignement que de plus en plus les capitalistes montrent pour les fonds publics. Les financiers européens, très renseignés et très observateurs des faits politiques, vivent dans l'appréhension constante d'une conflagration générale ; leur pessimisme est peut-être injustifié ou tout au moins exagéré ; il n'en est pas moins vrai que la perspective d'une grande guerre exerce une action déprimante sur les fonds d'Etat.

L'accroissement considérable des budgets européens exerce encore sur les rentes d'Etat une action nocive. L'Allemagne obstinée au renforce-

ment de ses armements, a surchargé son budget militaire dans des proportions inusitées. Le budget naval anglais est passé de 900 à 1100 millions, tous les Etats européens suivent ce mouvement.

Concurremment, d'ailleurs, tous les gouvernements pratiquent une politique d'améliorations sociales qui coûte excessivement cher et vient grever encore les budgets. Mais les faits que nous venons d'indiquer, sont plutôt d'ordre psychologique et n'ont pas une telle importance qu'ils puissent à eux seuls expliquer la mauvaise tenue actuelle des fonds d'Etat. Il est permis de penser que c'est à une cause d'un autre ordre, et plus profonde qu'il faut faire remonter ce mouvement général et continu. Il semble bien que la baisse de ces fonds est dûe en grande partie au renchérissement des choses nécessaires à l'existence. Dans une étude d'ensemble « l'Office du travail » a établi que pour un ménage ouvrier, le coût total minimum du logement, de la nourriture et de l'éclairage ou chauffage qui était de 900 francs en 1810, a passé actuellement à 1.400 fr., soit une augmentation de 4 %.

Toutes choses augmentant de prix, les capitalistes se sont tout naturellement demandé si l'intérêt de leur argent ne devait pas, par voie de conséquence, prétendre à une rémunération plus élevée. Ils vendent alors, au jour le jour, lorsque l'occasion se présente ou que les besoins les y obligent, leurs rentes d'Etat et leurs valeurs à revenu fixe, pour chercher ailleurs des placements plus rémunérateurs.

Il s'ensuivrait une baisse extrêmement rapide, si ces étapes vers les bas prix ne déterminaient un relèvement du taux de l'intérêt servi au détenteur.

Au cours de 105 francs, pratiqué en 1895, le 3 % français ne rapportait que 2 fr. 85 %/o. Au pair, il rapporte exactement 3 francs par an pour 100 francs. A 80 francs, cours qui a presque été touché, il rapporterait 3 fr. 75 pour cent.

On a dit (1) : les fonds d'Etat baissent parce que, dans la période de prospérité industrielle, on les néglige pour se porter vers les valeurs industrielles à fort rendement.

M. le baron Charles Mourre, dans une (2) conférence sur « la baisse des fonds d'Etat, l'épargne et le taux de l'intérêt », n'a pas accepté cette explication : la baisse des fonds d'Etat, disait-il, a été continue depuis 1897, et dans les années de dépression commerciale où ces fonds d'Etat (si cette loi est exacte) sont recherchés plutôt que les valeurs industrielles, par exemple en 1908, on a vu, cependant la Rente française ne se relever que légèrement et ne pas revenir à son niveau antérieur. Aussi, M. Mourre estime-t-il que la véritable cause est la hausse du taux de l'intérêt, c'est-à-dire la quantité plus ou moins grande des capitaux circulants, pro-

(1) Alfred Neymarck : *La statistique internationale des valeurs mobilières.* »

Session de la Haye, (septembre 1911) IX^e Rapport.

(2) Conférence de M. Mourre à la Société d'Economie Politique de Paris. Séance du 5 mars 1913.

duits par le capital fixe. Il a montré ensuite que c'est la création de nouvelles entreprises plus rémunératrices que les anciennes, comment c'est l'essor scientifique qui, sollicitant l'épargne, avait ainsi haussé le taux de l'intérêt.

C'est cette étude de l'élévation du taux de l'intérêt ou du taux de capitalisation que nous nous sommes proposé ; à défaut d'autre mérite, notre travail aura au moins celui de l'actualité.

Cette élévation du taux de capitalisation est récente ; elle ne remonte pas à plus d'une quinzaine d'années ; si on retourne en effet davantage en arrière, on constate au contraire une certaine baisse. Sous Louis-Philippe par exemple la rente (1) atteint au plus haut le cours de 86 francs, sous l'empire 75 francs, à la fin du second empire, période très prospère, les obligations de chemins de fer, qui ne supportaient pas alors d'impôts cotaient entre 335 et 350 francs, elles cotent actuellement 400 francs (2).

Nous n'étudierons donc le mouvement d'élévation

(1) Nous voulons parler de la rente française 3 o/o qui date de 1825 ; elle cotait à cette époque 76,35 au plus haut et 59,80 au plus bas. En 1829, elle atteint le cours de 76,10, mais la chute du roi Charles X par la Révolution de 1830, la ramène à 55 et à 46 en 1831 ; la Révolution aboutit à l'indépendance belge. En 1840, la rente française remonte à 86,65, elle retombe la même année à 65,90. Nouvelle reprise jusqu'à 86,40 en 1845 ; mais la Révolution de 1848 provoque un tel bouleversement que la rente tombe à 32,40, le 5 avril 1848. C'est son plus bas cours.

(2) Cours de juin 1913.

du taux de capitalisation que dans les années écoulées depuis 1895.

Nous diviserons notre étude en trois parties :

PREMIÈRE PARTIE. — Théorie du taux de capitalisation.

DEUXIÈME PARTIE. — Etude descriptive des phénomènes d'élévation récente du taux de capitalisation.

TROISIÈME PARTIE. — Recherche des causes et de la durée probable.

PREMIÈRE PARTIE

THÉORIE DU TAUX DE CAPITALISATION (1)

CHAPITRE UNIQUE

I^{re} SECTION

DÉFINITION. — NOTIONS GÉNÉRALES

Le mot « capitalisation » a deux significations. Il désigne tout d'abord l'acte économique par lequel l'homme manifeste sa prévoyance; aux avantages présents à savoir une consommation actuelle,

(1) Nous faisons remarquer, au début de notre étude, que le sujet que nous nous sommes proposé n'est pas sans présenter quelque analogie avec celui de la thèse soutenue à la Faculté

l'homme préfère des avantages futurs dont il comptera profiter plus tard.

La capitalisation implique donc le souci de l'avenir, le goût de l'amélioration de son sort au prix d'un surcroît d'efforts « du travail accumulé » selon l'expression de James Mill et de privations momentanées ou tout au moins d'une consommation lente.

Mais le mot capitalisation a une autre signification. Les capitaux tendent de plus en plus, de nos jours, à devenir l'objet d'une sorte d'évaluation ; ils sont de plus en plus assimilés aux marchandises quelconques et, comme à ces dernières, on leur donne un prix, on évalue le prix du capital lui-même d'après son rendement ; cette évaluation est « la capitalisation », on peut dire de façon plus précise, c'est le calcul par lequel on établit le prix du capital en partant des revenus qu'il donne (1).

C'est sur cette idée « de prix du capital » que nous voudrions insister ; le taux de capitalisation est un

de Lyon, en l'année 1902, par M. Georges Robert sur « Les variations du taux de l'intérêt, leurs causes et leurs conséquences ». Notre travail se différencie cependant nettement de la thèse précitée, tant pour la période que nous envisageons, qui est beaucoup plus restreinte, que par le point de vue auquel nous nous sommes placé, qui est beaucoup plus particulier ; notre but a été l'étude d'un phénomène tout récent, qui ne remonte pas au delà de 1896-1897. L'auteur de la thèse que nous venons de citer avait envisagé une question plus générale : les variations du taux de l'intérêt dans l'histoire.

(1) C'est la définition donnée par M. Landry dans son livre : « L'intérêt du capital », page 5.

prix, ce prix s'applique à toute source de revenu ; cette notion s'est surtout développée depuis que les capitaux changent de mains de plus en plus facilement grâce aux perfectionnements modernes de l'organisation du crédit.

Mais le prix du capital est essentiellement variable ; assurément depuis longtemps la coutume a établi un taux d'intérêt que les lois ont consacré : celui de 4 o/o en matière civile et 5 o/o en matière commerciale ; la loi du 7 avril 1900 a d'ailleurs modifié ces dispositions de la manière suivante ; elle a fixé à 4 o/o le taux légal, de l'intérêt en matière civile et n'a pas fixé de maximum en matière commerciale ; mais ceci ne s'applique que dans des cas limités pour des contrats habituels et pour des petites et moyennes transactions

Ce serait une erreur, en effet, de croire que l'on peut fixer arbitrairement le taux de l'intérêt ; l'histoire le prouve ; jadis pendant des siècles le législateur a eu la prétention de prohiber complètement l'intérêt ; mais la prohibition de l'intérêt pendant la plus grande partie de l'histoire de tous les peuples, au nom de la religion, ou de la loi, n'a pu le proscrire complètement ; une multitude de procédés ingénieux pour tourner la loi civile et religieuse fut alors inventée, dont le plus courant était la vente à réméré (1).

(1) L'économiste allemand Roscher cite, parmi d'autres, le procédé suivant. Ce dernier était en usage au moyen-âge, notamment en Allemagne. Il était connu sous le nom de « Schatzung ». Le prêteur entrait en jouissance des immeu-

S'il est impossible de le prohiber, la loi ne saurait non plus lui fixer un maximum rigoureusement appliqué.

Dans beaucoup de pays, le législateur fixe comme maximum le taux de 6 o/o ; il est un nombre de cas très considérable où ces prescriptions sont loin d'avoir été suivies, et ceci non pas de façon occulte, mais publiquement, officiellement même par les grandes Banques, les grandes Sociétés de crédit, l'Etat lui-même.

C'est ainsi que la Banque de France a élevé, dans certains cas et à certaines époques, le taux de son escompte à 7, 8 et 9 o/o. Il en est de même des grandes Sociétés de chemins de fer et de l'Etat français, qui a ainsi violé ses propres lois. En 1871 et 1872, en effet, 5 milliards d'emprunts à 5 o/o furent placés au cours de 82 fr. 50 et 84 fr. 50, ce qui équivaut à un taux de 6 et 6 1/2 o/o.

Mais si le taux de l'intérêt ne peut être fixé arbi-

bles de l'emprunteur et il en touchait les fruits, ce qui lui procurait un intérêt de son argent. C'était un contrat ayant quelque analogie avec l'hypothèque, mais une hypothèque aggravée, puisque l'emprunteur perdait la disposition et l'administration de son bien, et qu'il était fort à craindre que, en beaucoup de cas le prêteur, ainsi nanti de son gage, ne consacraît que des soins médiocres à l'entretien, si la valeur de ce gage dépassait de beaucoup celle de son prêt. Tel est le fréquent résultat de toutes les dispositions artificielles qui veulent protéger l'un des contractants réputé plus faible que l'autre ; elles aggravent sa situation. L'Eglise en vint aussi, dans quelques cas, à vouloir prendre des précautions contre cet expédient du « Schatzung.

trairement, il le sera par les circonstances et l'on peut dire que, dans chaque cas, dans chaque contrat, il sera déterminé par des facteurs très divers ; dans les sociétés primitives, par exemple, ou barbares, les capitaux sont peu abondants, les emprunteurs sont en général des prodigues, ceux qui ont dispersé leurs biens, ou qu'une calamité a plongé dans la misère ; le prêteur aura un grand risque à courir, il exigera des conditions sévères.

Au contraire dans les sociétés modernes : ceux qui empruntent sont surtout des hommes actifs et entrepreneurs qui ont besoin de capitaux pour la mise en œuvre d'une idée, d'un procédé qu'ils ont imaginé : ils trouveront alors facilement et à bon marché les capitaux qui leur seront nécessaires.

Le taux de capitalisation ne saurait donc être fixé dans tous les cas arbitrairement.

Comment se détermine-t-il alors ?

C'est ce que nous essaierons d'indiquer dans une deuxième section.

II^e SECTION

COMMENT SE DÉTERMINE LE TAUX DE CAPITALISATION

Une théorie de la détermination du taux de l'intérêt a été présentée par un des membres les plus éminents des économistes de l'école autrichienne : Böhm-Bawerk (1).

(1) Böhm-Bawerke : *Positive théorie des capitaux* (2^e édition, Innsbruck).

Pour résoudre le problème qu'il s'est proposé, Böhm-Bawerk élimine tout d'abord toutes les complications qui se présentent dans la pratique et examine une hypothèse simple mais purement théorique ; après, seulement, il étudie les modifications subies par la loi qu'il a établie par suite des complications que fait surgir la pratique.

Son hypothèse est la suivante : tous les capitaux sont employés dans des entreprises productives et servent exclusivement au paiement de la main-d'œuvre : la détermination du taux de l'intérêt dépendra :

- 1^o De la quantité des capitaux disponibles ;
- 2^o Du nombre des travailleurs ;
- 3^o De l'échelle des produits et des plus-values obtenues lorsque la durée de la production varie.

L'intérêt du capital dépend alors du salaire, et le salaire se règle, de telle sorte, que les capitalistes adoptant la durée de production la plus avantageuse, tous les travailleurs se trouvent occupés et tous les capitaux employés.

Telle est l'hypothèse théorique, mais la réalité va apporter des complications.

Toutefois, d'après Böhm-Bawerk, ces dernières ne sauraient détruire l'essentiel de sa théorie ; il considère comme très secondaires des facteurs tels que la demande de capitaux pour la consommation, la rente foncière, le nombre des capitalistes vivant de leurs revenus, l'esprit d'économie de la population ; l'étude de ces facteurs n'aurait d'autre intérêt, d'après Böhm-

Bawerk que la rectification de quelques points accessoires de sa théorie.

Voici, en effet, ce que dit Böhm-Bawerk lorsqu'il étudie les modifications que les complications de la réalité vont apporter à sa théorie :

α) Le produit de la main-d'œuvre n'est pas partout le même, ni le salaire des ouvriers. Mais ceci ne change pas grand chose à la théorie, car le rapport du produit de la main-d'œuvre et du salaire est à peu près constant ; d'où il résulte que les ouvriers qualifiés jouent à peu près le même rôle, sur le marché, que joueraient des ouvriers non qualifiés plus nombreux.

β) L'échelle des plus-values change avec les productions. Dès lors, les capitalistes, cherchant les plus-values les plus fortes, l'égalité s'établira, d'une entreprise productive à l'autre non pas entre les durées de production mais entre les plus-values ; les périodes de production seront moins longues là où l'échelle des plus-values monte moins rapidement.

Mais d'après Böhm-Bawerk, il importe peu que la ligne séparant les périodes de production les plus avantageuses des périodes de production plus longues et moins avantageuses, soit une ligne droite ou une ligne en zig-zag. Le taux de l'intérêt est toujours déterminé par ces périodes productives — elles seront à la vérité inégales — que l'on n'a pas avantage à allonger.

γ) D'autre part, les ouvriers ne sont pas seuls à demander des subsistances ; il y a encore ceux qui empruntent pour consommer ; il y a les propriétaires

en tant qu'ils consomment leur rente ; il y a les capitalistes eux-mêmes en tant qu'ils vivent des intérêts qu'ils perçoivent.

La demande de ceux qui empruntent pour consommer influera sur le taux de l'intérêt, un équilibre devra s'établir entre l'agio qu'offrent ces emprunteurs et celui dont les capitalistes bénéficient quand ils dépensent leurs capitaux dans des entreprises productives.

La dépense des propriétaires fonciers, en tant que consommateurs, agit dans le même sens : elle élève le taux de l'intérêt ; elle l'élève, à vrai dire, parce qu'elle réduit les sommes qui seront capitalisées, tandis que les emprunts contractés en vue de la consommation élève l'intérêt parce qu'ils font concurrence, si l'on peut ainsi parler, aux placements productifs qui sollicitent les capitalistes. Enfin, la consommation des capitalistes, diminuant, elle aussi, ce stock de subsistances qui est la condition indispensable de la capitalisation productive, diminue cette capitalisation et élève l'intérêt de la même manière que la consommation des propriétaires fonciers.

Cette théorie de Böhm-Bawerk, très rapidement présentée, est évidemment séduisante par sa simplicité, et c'est la conclusion à laquelle s'arrête M. Landry dans son livre « *L'intérêt du capital* » (1), en ajoutant toutefois, après une discussion détaillée, que c'est seulement en approfondissant la notion de la

(1) Landry : *L'intérêt du capital* (page 297).

durée moyenne de la production que Böhm-Bawerk a prétendu résoudre le problème de la détermination du taux de l'intérêt ; mais qu'il a ainsi donné à cette notion une importance excessive ; cette notion est insuffisante pour expliquer à elle seule d'une manière satisfaisante la détermination du taux de l'intérêt.

Pour M. Landry, les propositions, sur lesquelles la théorie de la détermination du taux de l'intérêt — de l'intérêt des capitaux productifs — doit se fonder, sont les suivantes :

1° L'intérêt est nécessairement tel qu'il rémunère tous les capitaux effectivement employés, et qu'il n'en puisse rémunérer une plus grande quantité ;

2° Le salaire est nécessairement égal au produit que le capitaliste le moins favorisé sous ce rapport obtient par tête d'ouvrier, défaction faite de ce qui est nécessaire pour l'amortissement du capital fixe et pour le remboursement des sommes consacrées à l'achat des matières premières, défaction faite, en outre, de l'intérêt courant ;

3° Les productions capitalistiques s'organisent nécessairement de telle façon que toute la main-d'œuvre disponible soit employée ;

4° La durée moyenne de la production sera telle, en définitive, que les capitaux disponibles assurent l'entretien des ouvriers, à raison du taux de salaire existant pendant cette même durée.

La conclusion à laquelle nous arrivons est la suivante : il faut serrer de plus près la réalité et ne pas employer la méthode d'abstraction, à l'exclusion de

toute autre, ainsi que Böhm-Bawerk s'est contenté de le faire.

Il convient donc de ne pas négliger l'étude des faits qui, dans la réalité, viendront concourir à la détermination du taux de capitalisation. C'est à cette étude que nous consacrerons les paragraphes suivants.

On a coutume de dire que le taux de capitalisation est fixé, à chaque instant, dans chaque cas particulier, par la loi de l'offre et de la demande ; ce taux se règle de telle sorte que l'offre du capital égale exactement la demande.

Il ne semble pas que cette proposition doive être acceptée sans aucune restriction ou, tout au moins, sans les quelques réflexions suivantes : parmi les capitaux qui concourent à déterminer le taux de l'intérêt, il faut compter ceux que leurs possesseurs emploient eux-mêmes ; ces capitaux ne sont pas offerts sur le marché, mais ils auront néanmoins une influence sur la détermination du taux de l'intérêt, car ils auront été employés par le propriétaire lui-même, parce que celui-ci avait la possibilité d'en tirer plus que s'il les avait prêtés ; ils ont donc été en concurrence avec les capitaux que l'on prête ; cependant, on ne peut parler d'offre et de demande pour des capitaux qui n'ont pas été prêtés (1).

De plus, dire que le taux réel de capitalisation est celui qui assure l'égalité de l'offre et de la demande,

(1) Landry : *L'intérêt du Capital*

c'est insuffisant (1), car cela n'explique pas comment se fixe l'intérêt; ce qu'il faut indiquer, ce sont les causes qui modifient l'offre et la demande des capitaux; différents faits semblent les déterminer: nous en entreprendrons l'énumération.

C'est d'abord la puissance d'épargne, secondée par de bonnes institutions de crédit pour faciliter cette épargne et lui ouvrir des débouchés: grâce à

(1) D'après M. Georges Robert (Thèse: Lyon, 1902), les variations de l'offre et de la demande donnent naissance à six situations: trois par l'élévation de l'intérêt pur, et trois par sa diminution. Lors d'une élévation du taux de l'intérêt pur à 5, 6, 7 p. 100:

1° Ou bien la demande a augmenté dans de plus grandes proportions que l'offre;

2° Ou bien la demande est toujours la même, mais c'est l'offre qui a baissé, par suite d'un ralentissement ou d'une destruction de l'épargne;

3° Il est également logique de conclure que l'action simultanée, que la concurrence de ces deux faits: raréfaction de l'épargne, augmentation de la demande, aurait pour effet de faire monter l'intérêt pur à un taux encore plus élevé.

Lors d'une diminution du taux de l'intérêt à 4, 3 p. 100, nous trouvons les trois situations inverses:

1° La demande a baissé, alors que l'offre reste constante;

2° La demande reste stationnaire, mais l'épargne s'accroît et l'offre augmente;

3° La demande diminue en même temps que l'offre augmente. C'est l'explication de la baisse de l'intérêt qui s'est produite chez les nations riches de l'Europe à partir de 1875.

Mais, ainsi que le fait remarquer M. Robert, l'énumération de toutes ces situations nous donne la description, non la cause intime des phénomènes de hausse ou de baisse du taux de l'intérêt.

elle, une masse de capital disponible se formera où les entreprises nouvelles pourront venir puiser au fur et à mesure de leurs besoins. Le but de ceux qui épargnent est, en effet, de « placer » leurs économies, c'est-à-dire de renoncer à consommer pour transférer ce pouvoir de consommation à d'autres qui l'utiliseront de manière productive; notre époque offre à ceux qui veulent faire des placements mille ressources inconnues jadis; en 1815, on ne comptait que 5 valeurs cotées à la Bourse de Paris; en 1869, on en compte déjà 402; on en compte aujourd'hui plus de mille, sans parler des centaines d'autres cotées dans les départements ou dans les Bourses de l'étranger. Toutes les entreprises industrielles ou financières, sous la forme de Sociétés par actions, les opérations agricoles ou foncières par l'intermédiaire des Sociétés de Crédit foncier; enfin, et surtout, les emprunts continuels des Etats sont autant d'occasions offertes au public épargnant.

L'influence et la puissance d'épargne se fera sentir alors et modérera la tendance à la hausse du taux de capitalisation qui se produirait sans elle en présence du besoin, sans cesse croissant, de capitaux qui se manifeste de nos jours: on a calculé que les emprunts faits par les Etats ou les Sociétés se sont élevés, dans les trente dernières années, à une moyenne de 10 milliards et de 20 milliards pour les années 1902 et 1903 (1)

(1) Gide: *Principes d'Economie politique*. Note : page 645.

L'offre des capitaux dépend aussi du degré de sécurité dont ils jouissent.

Dans les Sociétés de civilisation ancienne, les conditions générales de sécurité manqueront, faute de police, de tribunaux impartiaux et de lois régulièrement appliquées; aussi, loin de s'offrir, les capitaux s'enfouiront dans une thésaurisation stérile.

L'offre des capitaux dépend encore de la productivité même des capitaux : or, cette productivité varie suivant les sociétés et suivant les âges d'une même société.

Si on se trouve dans une société naissante, dans un pays neuf doté de toutes les ressources naturelles, mines à exploiter, terres à défricher, mais où tout reste encore à créer, les capitaux seront très productifs (1), et ceci s'explique facilement, car le capital n'aura que le choix dans les très nombreuses entre-

(1) C'est ce que constatait M. Robert dans sa thèse précitée : « Aussi ne devons-nous pas nous étonner de l'élévation du taux de l'intérêt des prêts fonciers en Tunisie et en Algérie, à la Martinique et à la Guadeloupe, en Indo-Chine. Dans ces contrées neuves, servies par un climat exceptionnel, les terres produisent sans engrais d'abondantes récoltes, souvent même de doubles récoltes, procurent de grands profits. » Et il cite le cas suivant : « Le taux est de 9,20 pour les prêts faits à la Martinique, à la Guadeloupe, à la Réunion par le Crédit foncier colonial. Cette Société créée en 1863, pour prêter aux propriétaires de ces trois colonies, a fait des prêts depuis son origine jusqu'au 31 décembre 1882 pour une somme totale de 52.372.500 francs ».

Ces détails sont indiqués par Josseau : (Traité du Crédit foncier, 3^e édition, tome II, p. 136).

prises qui s'offriront. Il s'adressera naturellement en premier lieu aux plus fructueuses. A l'inverse, dans un vieux pays, les capitaux multipliés par l'épargne seront abondants et ne trouveront pas d'emplois aussi rémunérateurs que dans les pays neufs, car les entreprises à gros profits ayant été pourvues les premières, les capitaux devront s'adresser aux emplois à productivité minima, ce qui pèsera sur le taux de capitalisation.

De même encore, la productivité du capital sera grande à certains âges des sociétés, à la suite des grandes découvertes, par exemple, où tout sera à transformer.

Sous le bénéfice de ces explications, il est vrai de dire que le taux de capitalisation est fixé par l'offre et la demande.

C'est cependant encore insuffisant que de représenter de la sorte la détermination du taux de l'intérêt et, selon l'expression de M. Leroy-Beaulieu (1), il semble possible de dégager « un élément régulateur » du taux de l'intérêt dans les sociétés civilisées.

La recherche de cet élément régulateur nous amènera à exposer les motifs économiques qui concourent à déterminer le taux de capitalisation.

Un des premiers motifs à citer, est la variation des besoins dans le temps (2). En ce qui concerne les

(1) Leroy-Beaulieu : *Traité théorique et pratique d'Economie Politique*, tome II, chapitre VII.

(2) Landry : *L'intérêt du capital*.

individus, les besoins vont plus souvent en diminuant qu'en augmentant.

L'homme qui commence à avoir des biens à lui, verra ses besoins grandir à mesure qu'il se mariera, qu'il aura des enfants, et que ses enfants grandiront.

Mais, à vrai dire, la croissance de ces besoins n'aura pas une influence considérable sur la capitalisation, tant que ces besoins resteront normaux et prévisibles.

Là où la variation des besoins se fera sentir surtout, ce sera au cas où cette variation sera imprévue, accidentelle : un événement peut, en effet, contraindre brusquement à des dépenses considérables ; il faudra alors avoir recours à l'emprunt.

Ceci s'applique à plus forte raison en ce qui concerne les Etats : ceux-ci peuvent être amenés à faire des dépenses d'ordre productif : pour construire des chemins de fer, creuser des canaux ; ils peuvent encore être obligés d'emprunter pour faire face à des besoins soudains, une grande guerre, par exemple.

On voit alors l'influence de la variation des besoins sur le taux de capitalisation ; celui-ci aura une tendance à être, d'autant plus élevé que l'intensité du besoin d'emprunter sera plus forte.

Un autre facteur important est la sécurité du prêt.

Il est clair que les détenteurs de capitaux hésiteront à s'en dessaisir, lorsqu'il y aura quelque incertitude de remboursement ou de paiement des intérêts. Cette insécurité peut tenir à la personne qui emprunte : celle-ci peut ne pas présenter des garanties suffisantes de solvabilité ; il est alors évident que

pour compenser cette insécurité l'intérêt exigé sera plus élevé : ceci est, toutefois, un cas particulier sans grande influence sur la question qui nous occupe (1).

Mais le défaut de sécurité des prêts peut provenir de causes beaucoup plus générales : elle peut dépendre du temps et du lieu.

Ainsi que nous l'avons déjà vu, dans les sociétés primitives, les transactions ne sont pas suffisamment garantie par les lois. De plus, l'argent y est encore peu abondant, et ceux qui en possèdent, préfèrent thésauriser ; tant qu'ils ne l'emploient pas productivement, l'élévation même très forte du taux de l'intérêt ne vient pas à bout de cette abstention ; l'usure intervient alors et une classe spéciale de prêteurs, se crée qui consacrent leur activité, aidée de l'absence complète de scrupules, à faire rentrer les prêts échus, qu'ils avaient consentis à des taux usuraires et garantis préalablement par des gages évalués au-dessous de leur valeur (2).

(1) L'Etat peut aussi, suivant sa politique financière, intérieure ou extérieure, exercer une influence énorme sur l'épargne d'un pays. De nos jours, les attaques répétées et continues contre le capital et ses détenteurs, les projets d'impôts sur le revenu ont provoqué un exode des capitaux. L'impérialisme, en Angleterre, aux Etats-Unis, la tension des rapports diplomatiques en Europe, ont augmenté, dans une large mesure, les dépenses militaires des Etats et ont eu pour résultat de ralentir la formation de l'épargne.

(2) Autrefois, pendant toute la durée du moyen-âge, la sécurité fut très faible. En 1188, tous les croisés furent dispensés de payer l'intérêt de leurs dettes particulières et

Le taux de capitalisation est encore influencé par l'organisation du crédit. Dans un pays où les institutions de crédit seront largement développées et solidement établies, il y aura de grandes facilités à se procurer des capitaux ; les divers prêteurs seront alors mis en concurrence, l'emprunteur en bénéficiera.

Cette concurrence entre prêteurs ne se produira pas d'ailleurs seulement entre les grands établissements de crédit, mais encore entre les prêteurs particuliers. Les perfectionnements de l'organisation du commerce des capitaux, l'éducation financière du public, de plus en plus avancée, favorisera cette lutte entre les prêteurs (2). La création des bourses de

obtinrent un délai de trois ans pour s'acquitter du principal. Des mesures analogues furent adoptées contre les juifs et les usuriers en 1223, en 1229, en 1331, à la demande formelle de la noblesse. Le taux de l'intérêt, à cette époque, où les questions de parti et de religion pénétraient les questions économiques, où les lois et l'administration, non seulement ne protégeaient pas l'exécution des engagements, mais encore les violaient, monta très haut, par suite des risques courus par les prêteurs.

(2) Le XIX^e siècle a vu se réaliser des progrès énormes dans les placements rapides et faciles ; les occasions de placement qui, autrefois, manquaient et obligeaient beaucoup de gens à thésauriser, s'offrent à tout venant : ceci s'applique surtout si l'on veut se contenter d'un intérêt modique. Les nombreuses caisses d'épargne, les caisses postales, l'accroissement énorme des valeurs mobilières, les émissions d'emprunts publics ou municipaux, les toutes petites coupures de ces titres qui descendent jusqu'à 100 francs, la variété des Sociétés anonymes, la diversité des actions et obligations,

commerce multiplie le nombre de ces prêteurs elles leur permettent de réaliser ou de transmettre très facilement leurs créances. La disposition à prêter sera, en effet, plus générale, la crainte d'avoir besoin de réaliser rapidement, pour une cause imprévue, disparaît, car le marché des bonnes valeurs, toujours largement ouvert dans un pays prospère, permettra une réalisation facile, rapide et sans perte.

Ces circonstances permettront la concurrence entre les prêteurs, lutte qui sera d'autant plus vive que le pays sera plus avancé et plus riche, ce qui tendra à déprimer le taux de capitalisation ; cette dépression sera toutefois compensée par la lutte inverse entre les emprunteurs, qui, pour les mêmes raisons, sera très ardente.

La durée du prêt est encore un nouvel élément de variation du taux de capitalisation. Les prêts à courte échéance se font, en général, à un taux plus élevé ; par exemple, l'escompte du papier de commerce.

Ceci s'explique, car la durée du prêt contribue beaucoup à la productivité du capital prêté.

Les prêts, pour quelques mois, et surtout ceux où le prêteur a la faculté de retirer son argent quand il le désire, ne sauraient assurer un gros intérêt.

les assurances sur la vie et leurs combinaisons, les grandes Banques et leurs succursales, la coopération appliquée à l'épargne constituent un appareil de crédit perfectionné qui encourage l'épargne et facilite pour toutes les classes de la société la formation de l'épargne et son placement.

Ces derniers, d'ailleurs, ne peuvent être consentis que dans des cas limités, à des maisons de banque, par exemple, qui, pratiquant ces opérations sur une très grande échelle, sont assurées de ne pas voir au même moment tous les prêteurs venir retirer leurs fonds et conservent ainsi toujours à leur disposition une somme moyenne importante.

Un emprunt contracté, pour une longue période, au contraire, permettra de tenter une entreprise fructueuse ; un usage très productif de la somme pourra être tenté, un intérêt élevé pourra être exigé de l'emprunteur ; celui-ci pourra entrevoir de nombreuses chances de réaliser des gains considérables avec son emprunt ; aussi, n'hésitera-t-il pas à payer l'intérêt demandé, même s'il est élevé.

La loi elle-même l'a reconnu et le Code fixait le maximum de l'intérêt commercial à 5 % alors qu'il le limitait à 4 % en matière civile parce que les perspectives de gains étant plus grandes dans le premier cas l'emprunteur peut plus facilement payer cher son emprunt.

C'est aussi, en partie la raison pour laquelle le loyer de l'argent est plus élevé dans les pays neufs, car les entreprises sont plus productives, les chances de bénéfices plus nombreuses. De même, encore, le taux de capitalisation s'élève dans les périodes de grand essor commercial ou industriel et de spéculation ardente ; quand tous les emprunteurs où même tout le public sait par expérience que les diverses entreprises sont une source de profits considérables.

La plupart des gros emprunteurs, les Sociétés par actions, les Etats paient l'intérêt de leurs emprunts le plus fréquemment possible et dans les conditions les plus faciles pour le public ; c'est que la fréquence de ces paiements, la commodité avec laquelle ils sont perçus et la garantie de leur ponctualité sont encore des conditions qui influent sur le taux de l'intérêt, il est évident que toute une catégorie de prêteurs éventuels, peu au courant des affaires qui hésitaient à placer leurs économies et préféraient thésauriser n'auront plus les mêmes motifs de le faire si l'emprunteur offre des intérêts payés à termes absolument fixes et rapprochés, souvent au domicile même du prêteur, ainsi que cela se pratique quelquefois en Angleterre et aux Etats-Unis où certaines Sociétés envoient à chaque porteur de titres nominatifs le montant de l'intérêt qui lui est dû, par un chèque (1).

Il est encore un ordre de faits qui influent sur les rendements des capitaux : ce sont les nouveaux emplois qui viennent, s'offrir à eux.

Ces nouveaux emplois peuvent résulter des méthodes, nouvellement inventées qui permettent d'obtenir des objets déjà connus mais à meilleur marché ou de meilleure qualité ou d'assurer certains services dans de meilleures conditions, dans une industrie par exemple, un outillage nouveau assurera une

(1) Ce fait est cité par M. Leroy-Beaulieu. *Traité d'Economie politique*, page 134, tome II.

exécution plus rapide et plus parfaite des produits ou encore, une méthode nouvelle de fabrication, permettra d'employer les matières premières autres et meilleur marché que celles dont on se servait précédemment.

Ces inventions permettront au capital de s'employer dans des cas nouveaux et plus productifs ; mais il est aussi des inventions qui « font connaître aux hommes des biens nouveaux, et les leur font désirer, qui encore, font naître chez l'homme des besoins nouveaux, font sortir, du moins, davantage les besoins des hommes de l'indétermination primitive, et créent des spécifications nouvelles de nos besoins généraux » (1).

Le taux de l'intérêt sera influencé par ces causes : il a une tendance à s'élever dans les périodes qui suivent les grandes inventions. Mais ce ne sont pas toutes les inventions qui ont cet effet, il en est, qui dénotent un merveilleux esprit d'ingéniosité et qui n'ont cependant qu'une portée pratique très relative.

D'autres, au contraire, ont une très grande répercussion, sur les procédés industriels par exemple ; celles-là affectent de manière très sensible le marché des capitaux.

Dans une époque progressive comme la nôtre, c'est fréquemment que de semblables inventions ont été faites, et à chaque fois de nouveaux champs d'application se sont offerts aux capitaux ; le taux de

(1) Landry : *L'Intérêt du capital*, chapitre X ; paragraphe 154.

capitalisation en a subi très sensiblement l'influence ; l'application de la vapeur comme force motrice en est un exemple frappant : les immenses perfectionnements pratiques, auxquels a donné lieu cette découverte, ont créé soudainement un besoin considérable de capitaux (1) qui ont trouvé ainsi des emplois très rémunérateurs, car le capital donnera naturellement un intérêt élevé lorsqu'il pourra être employé très productivement, et c'est là que nous touchons à la cause principale déterminant le taux de l'intérêt, d'après M. Leroy-Beaulieu, à « l'élément régulateur », savoir la productivité des entreprises nouvelles.

« La circonstance (2) qui influe le plus sur le taux de l'intérêt dans les pays civilisés, dit-il, où les capitaux sont en général recherchés et prêtés pour des œuvres productives, c'est la productivité moyenne des capitaux nouvellement formés et les perspectives de productivité des capitaux disponibles ».

Les capitaux d'ancienne formation sont employés : ils servent à l'exploitation des usines, à l'achat d'outillage, à l'installation de perfectionnements ou d'améliorations ; mais ces anciens capitaux, qui ne

(1) La découverte de la machine à vapeur, sa généralisation pour les transports sur terre et sur mer a fait naître sur les marchés du monde civilisé une demande de capitaux qui, depuis 1840, a été évalué à 20 milliards environ.

(2) Leroy-Beaulieu : *Traité théorique et pratique*, tome II, page 138.

sont pas disponibles, n'influencent en rien le taux actuel de l'intérêt.

Le taux d'intérêt dépend alors de la productivité moyenne des nouveaux capitaux, et il a une tendance à s'élever lorsque les capitaux peuvent s'employer très productivement ; c'est ce qui arrive dans certains pays.

1^o Les pays neufs qui sont favorisés par la nature ; car toutes les œuvres maîtresses de la civilisation y sont encore à faire et ce sont elles qui rendent la plus grande somme de service social par rapport au travail employé.

2^o Les vieux pays lors d'une grande découverte susceptible de nombreuses et fructueuses applications : l'application de la vapeur comme force motrice, par exemple, dont nous parlions déjà tout à l'heure.

Mais continue M. Leroy-Beaulieu (1) il est une erreur dans laquelle il faut se garder de tomber : c'est celle qui consiste à confondre la productivité matérielle des capitaux et leur productivité économique ; la première désigne le nombre des unités produites, la seconde c'est leur utilité même.

Dans l'industrie manufacturière, la productivité matérielle se soutient à mesure que l'on emploie de nouveaux capitaux, mais la productivité économique, c'est-à-dire l'utilité produite a une tendance à diminuer au-delà d'une certaine quantité de produits.

(1) Leroy-Beaulieu. — Traité théorique et pratique, page 144.

L'exactitude de cette proposition se vérifie pratiquement lorsqu'un producteur est contraint de baisser les prix pour trouver des acheteurs, quand la production d'un article augmente considérablement.

Cette baisse de prix est imposée par la loi de l'utilité décroissante au-delà d'un certain degré de satisfaction, loi dégagée par l'école autrichienne (1), et tend à réduire les profits : c'est ce qui s'est produit pour certaines industries ; notamment celle du coton. La production du coton tend à s'accroître à ce point que l'écoulement de la marchandise est devenu difficile ; ceci vient de ce que la quantité de coton nécessaire pour la confection d'objets utiles à l'homme a été très largement dépassée, à partir de ce moment les prix ont dû baisser car le public n'était plus disposé à payer les mêmes prix que lorsque ces objets étaient de première nécessité.

Cet exemple confirme la règle d'après laquelle, au-delà d'un certain degré de satisfaction, la disposition à faire des sacrifices pour se procurer un surcroît d'objets de même catégorie s'affaiblit, et il faut de toute nécessité que les prix baissent. Le bénéfice se mesurera au service rendu à la société par celui qui met en œuvre les capitaux ; or, plus ces bénéfices sont élevés en moyenne dans une période, plus les capitaux sont recherchés ; plus les hommes entrepreneurs, entrevoyant de larges profits sont disposés à bien rémunérer les capitaux qu'ils empruntent, plus le taux de l'intérêt sera élevé.

(1) Böhm-Bawerk, principalement.

Nous venons de voir que le taux de capitalisation dépend de la productivité des entreprises nouvelles, mais c'est là rapprocher deux notions : l'intérêt et le profit, sur le rapport desquelles des théories diverses ont été construites. Le capitaliste et l'entrepreneur, dont on est convenu d'appeler la rémunération « le profit », ont-ils des rôles très différents : la distinction de l'intérêt et du profit est-elle très nette. C'est ce que nous allons étudier dans une troisième section.

III^e SECTION

LE PROFIT ET L'INTÉRÊT

C'est là une question ancienne : les canonistes du moyen âge ne voient pas dans l'intérêt une dépendance naturelle du prêt des capitaux ; ils reconnaissent en effet au capital le droit au profit, c'est-à-dire, la faculté de consacrer le capital à toutes sortes d'emplois productifs et rémunérateurs, mais interdisaient au capital inactif, toute espèce de rémunération ; ils prohibaient en un mot l'intérêt proprement dit (1).

A une époque plus rapprochée, Turgot insiste sur la productivité du capital, mais on ne trouve pas la distinction de l'intérêt et du profit ; le droit au profit y est consacré et l'intérêt vient s'y ajouter, ce dernier

(1) W.-J. Ashley : Histoire et Doctrines économiques de l'Angleterre. — Traduction française : Paris, 1900.

est considéré comme une participation forfaitaire au profit et dépend de lui (1).

D'autres économistes français et J.-B. Say, le premier ont nettement séparé ces deux notions : l'intérêt et le profit ; pour ces économistes le profit n'est que la rémunération du travail ; mais il s'agit là d'un genre de travail différent du travail manuel, plus productif et qui suppose :

a) l'invention ; c'est l'acte véritablement productif, l'idée.

b) la direction ; le travail collectif est plus productif que le travail isolé ; mais il faut qu'il soit organisé, discipliné et commandé.

c) la spéculation commerciale ; il ne suffit pas de produire, il faut vendre ; pour cela il faut trouver des débouchés.

Cette théorie qui voit surtout le travail comme source essentielle du profit paraît principalement inspirée, ainsi que le fait remarquer M. Gide, par l'arrière pensée de le justifier contre les attaques des socialistes (2).

Dans toutes les grandes entreprises organisées en sociétés, en effet, on exige des ingénieurs, des chimistes ou des gérants qui sont des salariés, qu'ils réunissent ces mêmes qualités d'invention, de direc-

(1) Turgot : *Réflexions sur la formation et la distribution des richesses* ; éd. Daire, Paris, 1844.

(2) Charles Gide : *Principes d'Economie politique* ; ch. iv.

tion, de spéculation commerciale ; qualités nécessaires à l'entrepreneur pour mener à bien son entreprise et obtenir « un profit ».

Les représentants de l'école autrichienne, Böhm-Bawerk principalement (1), considèrent que le capital a droit à une rémunération distincte du profit, par suite de la fuite seule du temps. Pourquoi y-a-t-il un intérêt du capital dit Böhm-Bawerk ? C'est pour cette seule raison que l'on préfère, les biens présents aux biens futurs, qu'on fait plus de cas d'un bien présent de valeur donnée que de la promesse d'un bien futur de même valeur ; pourquoi les choses sont-elles ainsi ? c'est parce que le rapport entre les ressources et les besoins varie pour les hommes d'un moment à l'autre ; si donc nous transformons un bien présent en un bien à venir, — et c'est ce qui a lieu dans l'opération de crédit, — nous devons être dédommagés de cette transformation et percevoir un intérêt ; la productivité du capital fait préférer les biens présents aux futurs, mais il est à remarquer que cette productivité explique le profit, mais non l'intérêt proprement dit.

D'autres économistes considèrent le profit comme le revenu d'un monopole (2) ; ce monopole peut résulter de certaines qualités personnelles, exceptionnelles, d'un brevet d'invention, d'un tarif de douane protecteur, ou de tout autre circonstance : cette

(1) Böhm-Bawerk : Histoire critique des théories de l'intérêt du capital ; traduction française, Paris, 1912.

(2) M. Walras, M. Pareto.

explication semble conforme aux faits ; elle indique d'ailleurs pourquoi l'entrepreneur se confond généralement avec le capitaliste ; car aucune entreprise ne pouvant être abordée sans un certain capital, la possession d'un capital quelconque constitue un véritable monopole qui peut être exploité fructueusement.

Elle explique aussi pourquoi certaines qualités personnelles exceptionnelles telles que celles sur lesquelles insistent les partisans de la théorie du profit fondées sur le travail, peuvent être la source de grands profits et de grandes fortunes ; c'est parce que ces qualités-là sont aussi des formes de monopole.

Mais la question du profit et de l'intérêt a été reprise par M. Brouilhet dans son *Précis d'Economie Politique* et présentée d'une manière toute nouvelle (1).

M. Brouilhet indique que l'erreur dans laquelle sont tombés la plupart des économistes, c'est d'avoir attribué aux personnes qui détiennent le capital, un rôle supérieur à celui qu'elles jouent en réalité ; ils ont inventé une fiction : l'entreprise et un personnage l'entrepreneur. Ils ont considéré la personnalité physique comme beaucoup plus naturelle que la personnalité collective ou morale : on commence à s'apercevoir du contraire ; ce qui est fictif, c'est de considérer un homme ayant des droits sur les biens et les capitaux (2).

(1) M. Brouilhet : *Précis d'Economie Politique*, Chapitre XIII, Paragraphe 5.

(2) Voir : *Revue Socialiste*, 5 juin 1911, E. Lévy : *La Personne et le Patrimoine*.

« On peut, de ces observations, continue M. Brouilhet, tirer une méthode pour traiter la question des droits du capital dans le contrat de travail. En face du travail et de son rapport en activité physique et intellectuelle, nous trouvons des capitaux ; ceux-ci sont mis en œuvre par ceux qui en ont la propriété ou leurs représentants ; mais le véritable maître de l'affaire est le propriétaire des capitaux, qu'il travaille lui-même ou non.

Longtemps, une erreur s'est généralisée, elle consistait à croire qu'il existe des personnes n'ayant pas de capitaux et dirigeant des affaires, soit commerciales, soit industrielles : En réalité, ces personnes, si elles existent effectivement sont fort rares, car on n'entreprend pas en général une œuvre économique si l'on n'est pas capitaliste ; de plus, actuellement, elles passent tout à fait au second plan, car dans les formations capitalistiques actuelles ce que l'on rencontre le plus fréquemment c'est l'organisation financière et anonyme. Dans ces dernières, les hommes ne « valent », selon l'expression transatlantique, que par les capitaux qu'ils représentent. Les chefs apparents dans ces organisations, malgré leur titre de directeur, ne sont que les subordonnés du capital : mais ce sont les collectivités qui forment le capital ; elles ont de plus en plus la maîtrise des affaires qu'elles créent. et ceci se manifeste surtout dans les unités économiques importantes ; car les unités de dimensions restreintes, peuvent encore échapper à cette loi ; or, de plus en plus, les entreprises de médiocre envergure tendent à diminuer, donc dans

la grande majorité des cas, l'hégémonie du capital est absolument incontestable.

Les apanages de la collectivité capitaliste sont aux nombre de deux : le droit à la reconstitution financière ou amortissement ; le droit au profit. Nous n'y ajoutons pas l'intérêt simple dérivé du profit, dont les économistes modernes, beaucoup moins avisés que les canonistes et les anciens, ont cherché à faire, sans y réussir d'ailleurs, une catégorie distincte (1).

En ce qui concerne l'amortissement, le capitaliste n'y voit que la simple prime d'assurance contre le risque de disparition de son avoir. Mais pour le profit, la question se présente tout différemment.

« Le profit est un capital et dans les habitudes financières modernes, il est calculé par rapport à lui : c'est ce qui a lieu, lorsqu'on dit : le rendement de telle affaire est de 10, 20, 30 pour 100 du capital engagé ; dans les Sociétés anonymes, on est obligé de le diviser pour le répartir au prorata des apports des actionnaires, d'où son nom de dividende. »

Les affaires ne se fondent, n'existent et ne continuent que par la perspective ou la réalisation d'un profit. Dans l'hypothèse contraire, la vie économique est tout simplement suspendue ou détruite.

Mais d'où vient le profit ?

L'explication qu'on en peut donner n'a rien de subtil, et c'est bien à tort qu'on en fait une sorte de

(1) M. Brouilhet : *Précis d'Economie Politique*, p. 686

question mystérieuse. On peut ramener à trois causes spéciales, l'existence du profit.

A). — La première est la spéculation.

Du cultivateur au puissant financier, en passant par le commerçant et l'industriel, tout homme d'affaire indépendant achète pour vendre et c'est entre ces deux opérations que s'établit la marge qui révèle le bénéfice ou la perte. La rémunération est calculée proportionnellement au capital nécessaire à l'acte spéculatif et elle a d'autant plus de chances d'être constante et élevée que le capital mis en œuvre est lui-même considérable.

B). — La deuxième, c'est la propriété.

Cette cause du profit, c'est non la propriété des capitaux ou de la terre, mais la propriété de l'idée. Une affaire qui repose sur une idée neuve, réalisant par hypothèse un progrès sur les données courantes, est nécessairement plus productive que les affaires anciennes similaires.

Quiconque dispose d'une idée neuve et des moyens de la mettre en action, ou peut la céder, réalise des profits dont le montant est le produit de la valeur relative de l'idée nouvelle multipliée par le nombre de ses applications. Mais l'idée demande à être protégée, sa nouveauté même et le secret dont elle est entourée ne suffisent pas; aussi des moyens moins imparfaits et moins éphémères ont été substitués; la protection juridique connue sous le nom de propriété industrielle.

C'est la base de l'industrie actuelle à l'exclusion de la concurrence. Les bénéfices sont un prélèvement sur l'effet, utile et général, que l'idée a introduit dans la production ; ils se répartissent entre l'inventeur et les metteurs en œuvre : ce sont surtout ces derniers qui retirent un rendement important des idées nouvelles et non les inventeurs ou les savants dont l'œuvre est gratuite ; le capital draine ainsi une fraction des plus importantes des effets généraux, des progrès techniques et scientifiques qui, d'ailleurs, ne se matérialiseraient pas sans lui. Certains économistes ne rattachent l'idée de profit qu'aux inventions non brevetables. M. Brouilhet, ne voit pas la nécessité de faire cette restriction ; en effet, l'industrie moderne, en fait, étant placée sous le régime de la propriété : une des conséquences de ce régime est le profit industriel.

C). — La troisième cause du profit est de beaucoup la plus importante : c'est l'organisation industrielle.

M. Brouilhet constate, en effet, que le monde des affaires vise à la concentration et à l'intégration et par elle au monopole ; il ne se laisse plus dissocier par une trop ardente concurrence ; le but, en agissant de la sorte, est la réalisation sûre du profit par une cause qui s'ajoute ou se substitue aux procédés précédents (spéculation et invention).

L'ardeur avec laquelle est recherchée dans le monde des affaires, toute possibilité de s'organiser entre concurrents est bien la preuve que c'est dans

l'organisation que doit être cherchée la cause principale du profit.

L'organisation est le mot d'ordre de l'industrie moderne, la lutte a bien changé de terrain, ce n'est plus la lutte stérile entre affaires similaires, mais un effort constant pour régenter entre elles les effets de la concurrence et défendre, contre les forces extérieures, les résultats acquis. Le succès est nécessaire à l'existence et à la permanence des profits, la désorganisation est un désastre, car elle aboutit à la dislocation du groupe pour le seul avantage des groupes opposés de vendeurs ou d'acheteurs.

D'après l'école marxiste, le prélèvement opéré dans le contrat de travail, sur le rendement utile de l'activité ouvrière, serait la cause exclusive des profits. M. Brouilhet fait remarquer que cette théorie pourrait être exacte sous un régime de concurrence dans lequel les industriels, ne pouvant rien prélever sur leurs vendeurs et leurs acheteurs, ne pourraient effectuer de prélèvement que sur le rendement du travail ouvrier.

Elle ne s'adapte plus au monde industriel contemporain où dominant les idées de propriété et d'organisation. Assurément, le capital ne verse pas au travail tout le résultat utile de l'œuvre commune, il ne le pourrait pas ; mais, au fur et à mesure que le régime contractuel l'emportera dans l'industrie, collectivité ouvrière et collectivité patronale seront plutôt des alliées vis-à-vis des vendeurs et des acheteurs de l'affaire commune, que des combattants : ce sera

au moins leur intérêt de comprendre ainsi leurs rapports.

On peut dire qu'il se livre de nos jours, autour du profit et de ses causes, une bataille confuse dont il est intéressant de suivre les péripéties. Dans la pratique, l'idée d'organisation est incontestablement en progrès, toute organisation capitaliste doit évidemment compter avec les organisations similaires concurrentes et les collectivités ouvrières, mais il reste toutefois au capital une grande force : jamais il ne se trouve à l'état de surproduction par rapport aux besoins que l'on peut avoir de lui ; l'organisation que la civilisation a réalisé de lui s'appelle : le crédit. Tel qu'il a été organisé actuellement, le crédit permet au capital, si petit soit-il, de trouver une garantie contre toute déperdition et une participation plus ou moins élevée aux profits généraux du capital disponible.

Cette théorie du profit une fois établie, M. Brouilhet montre (1) que, parmi les capitalistes, les uns recherchent le profit et à cet effet font contribuer directement leurs disponibilités à la vie économique ; d'autres, au contraire, se contentent de la situation de simples prêteurs et confient leurs capitaux à d'autres personnes qu'ils chargent de les faire fructifier.

Ils se contentent de la perception d'une rémunération forfaitaire et périodique : l'intérêt.

Et c'est là que M. Brouilhet assimile les deux notions de l'intérêt et du profit « Malgré ces diffé-

(1) *Précis d'Economie Politique* page 692

rentes modalités, écrit-il (1), nous ne pensons pas qu'il faille voir, dans l'intérêt, une rémunération distincte du profit, ni une catégorie économique spéciale qui serait de l'essence du capital. » Il n'admet pas l'indépendance de la notion de l'intérêt. « L'intérêt n'est qu'un résidu, une sorte de profit minimum, extrêmement réduit, d'ailleurs, par rapport au profit réalisable et convrant à peine, dans bien des cas, les risques courus ».

M. Brouilhet ne peut admettre l'indépendance de la notion de l'intérêt, encore moins faire de cet élément un produit naturel du capital, c'est une simple participation au résultat des campagnes actives et fructueuses qu'entreprend le capital. Et on en arrive alors, conformément d'ailleurs aux législations de l'antiquité et aux doctrines médiévales à voir dans l'intérêt, non la rémunération régulière du capital, mais comme une exception, et à renoncer en particulier à toute idée d'intérêt légal.

Si l'on étudie les tendances très caractérisées à l'époque contemporaine, des capitalistes on constate une propension au faire valoir direct. On tend ainsi de plus en plus à se passer de la notion de l'intérêt proprement dit. Les capitalistes tendent de plus en plus à tirer parti eux-mêmes de leurs capitaux ; ils ne poursuivent plus autant la simple opération de prêt d'argent ; cette situation est laissée aux timides,

(1) *Précis d'Economie Politique* page 693.

aux moins entreprenants. Les capitalistes s'associent il est attribué à chacun d'eux un nombre d'actions proportionnel à ses apports, actions qui participent directement aux profits de l'entreprise.

Les fluctuations du taux de l'intérêt ne sont alors qu'une conséquence atténuée de celui des profits, et c'est l'augmentation générale et mondiale de la facilité des profits qui explique les phénomènes de capitalisation plus élevés des grands fonds d'Etat. Le taux de capitalisation, en général, ne sera que le reflet du taux général des profits ; dans les périodes de profits faciles et élevés, — et nous traversons actuellement une de ces périodes, — le taux de capitalisation tendra à s'élever.

Il faut donc se garder de voir dans les mouvements du taux de l'intérêt, une cause de ceux du taux des profits, attendu que le rapport vrai des évolutions est absolument l'inverse.

Or, tous les capitaux qui produisent un profit, « ou sa dérivation : l'intérêt, sont l'objet d'un phénomène d'évaluation) (1). — « Cette évaluation est appelée capitalisation : elle consiste à attribuer un prix au capital lui-même, d'après son rendement. Ce rendement, n'étant jamais d'une absolue sécurité, la fixation du prix des capitaux reflète les incertitudes de la situation de fait, et obéit à des causes très diverses et en partie psychologiques. Il est difficile de fixer ses règles, autres que celles de la prudence, qui conseille de ne pas escompter avec trop d'anticipation

(1) M. Brouilhet, *Précis d'Economie Politique*, page 695.

des résultats toujours problématiques des affaires. Ce conseil n'étant d'ailleurs jamais écouté, on assiste constamment à des surcapitalisations dues à un optimisme irréfléchi.

D'autre part, l'organisation de l'industrie par concentration ou intégration, vise précisément à justifier ces capitalisations excessives et peut, en réalité, y réussir dans la mesure où elle crée un monopole. Au-dessous du taux de capitalisation de chaque affaire, il existe aussi un taux d'ensemble, ou plutôt des tendances générales : elles ne sont que le reflet du taux général des profits. En temps de profits élevés, le capital plus exigeant tend à une capitalisation plus avantageuse, qu'on appelle, improprement la hausse de l'intérêt. L'hypothèse inverse peut également être faite.

Il résulte de la cessibilité des capitaux et de la formation des prix, en vue de leur cession, que le capital devient lui-même un élément de marché, comme le travail ou les marchandises. C'est un phénomène très curieux et grandissant dans notre économie moderne. Le capital draine lui-même des profits, mais au-dessus de lui, d'autres capitaux qui agissent vis-à-vis de lui, comme il agit lui-même vis-à-vis des marchandises et du travail, le considèrent à leur tour comme un moyen de profit. »

Nous avons ainsi présenté avec quelque développement la théorie du profit et de l'intérêt de M. Brouilhet : Nous croyons y voir une explication du phénomène qui nous occupe : l'élévation du taux de

capitalisation serait la conséquence de la plus grande facilité des profits. Nous nous contenterons d'indiquer ici seulement cette idée, à laquelle nous nous attarderons plus longtemps lorsque nous rechercherons « les causes » de l'élévation du taux de l'intérêt.

DEUXIÈME PARTIE

ETUDE DESCRIPTIVE DES PHÉNOMÈNES D'ÉLEVATION RÉCENTE DU TAUX DE CAPITALISATION.

CHAPITRE PREMIER

Considérations Générales

Avant d'entreprendre l'étude des phénomènes d'élévation récente du taux de capitalisation, il est bon de préciser quelle catégorie de placements nous envisageons.

Cen'est pas le taux de l'escompte qu'il faut prendre pour type de l'intérêt moyen. Le taux de l'escompte est, en effet, susceptible d'écarts fréquents et parfois énormes : il peut être influencé par des considérations spéciales, comme l'entrée ou la sortie d'espèces

métalliques, qui n'agissent pas de façon aussi sensible sur le taux général de capitalisation (1).

Faut-il prendre alors comme type, le revenu demandé aux fonds d'Etat? Ce serait une erreur que de prendre ce dernier comme type exclusif du taux de capitalisation.

Ce sont en effet les fonds publics qui supportent, de la manière la plus sensible, l'influence des événements politiques : certains emprunts d'Etat rapportent parfois un gros intérêt, parce que celui-ci a été émis dans une période de difficultés financières, mais cet intérêt peut ne pas correspondre au taux de capitalisation moyen en usage dans le pays.

De même, certains Etats, considérés comme de premier ordre au point de vue financier, l'Angleterre, la Belgique ou la France jouissent d'avantages, quant à leurs emprunts publics, qui les font rechercher pour d'autres causes que l'intérêt qu'ils rappor-

(1) Ce n'est pas non plus le taux d'intérêt des prêts hypothécaires, entre particuliers, bien que ce dernier se rapprocherait davantage du taux normal que nous recherchons ; ces prêts en effet ont de graves inconvénients. Les prêteurs sur hypothèque ne peuvent compter sur un remboursement facile de leur créance : s'ils veulent rentrer dans leurs fonds avant l'échéance, force leur est de négocier leur titre à des conditions souvent désavantageuses, outre les retards auxquels ils sont exposés pour la perception de l'intérêt ou pour la restitution du capital à l'expiration de la durée du prêt. Il n'est donc pas étonnant que les possesseurs d'épargne, sollicités par les avantages que leur assurent les titres d'obligations, n'accordent leurs concours au propriétaire, qu'à des conditions assez dures.

tent : la très grande facilité de négociation ou de réalisation par exemple.

Ces fonds sont aussi quelquefois les placements obligés des mineurs, des incapables ou de certains établissements publics : ces fonds sont donc très recherchés et il arrive que, pour eux, on se contente d'un taux d'intérêt inférieur au taux de l'intérêt moyen dans le pays. Par suite, il ne faut pas considérer les fonds d'Etats comme représentant le type exclusif du taux de capitalisation.

Les réflexions que nous venons de faire peuvent être rapprochées des remarques présentées, à ce sujet, par M. Brouilhet, dans son *Précis d'Economie Politique* (1).

« Les Emprunts publics ont plusieurs privilèges de droit et de fait qui concourent utilement au maintien du cours des titres à un taux élevé, mais qui n'est pas tout à fait naturel. Les fonds publics français jouissent, au point de vue juridique, d'une situation doublement privilégiée ; ils sont insaisissables par les créanciers du titulaire, et sont, à peu de choses près, assimilés aux biens immobiliers en ce qui concerne le placement et le remploi des éléments du patrimoine, appartenant aux incapables des diverses catégories.

Au point de vue fiscal, les mêmes fonds ont été jusqu'ici épargnés par les deux catégories de taxes qui frappent les valeurs mobilières françaises : taxe de

(1) M. Brouilhet : *Précis d'Economie Politique*, page 620.

4 % sur le revenu, droits de transmission (pour les titres au porteur seulement), s'élevant à environ 6 à 7 pour 100 du revenu, dont ils sont ensuite déduits ».

Comme le fait remarquer M. Brouilhet, c'est une question ardemment débattue, que de savoir si ces impôts, ainsi que l'éventuel impôt sur le revenu, doivent être établis sur les fonds publics. M. Brouilhet considère comme certain que l'impôt global et personnel sur le revenu ne pourra pas plus laisser de côté les revenus des fonds d'Etat, que les taxes successorales n'en épargnent en ce moment le capital ; en ce qui concerne les taxes spécialisées sur le coupon d'un titre, abstraction faite de son propriétaire (taxes actuelles des valeurs mobilières françaises), M. Brouilhet constate que l'Etat français ne s'est pas engagé à y soustraire ses propres fonds, il s'est simplement abstenu jusqu'ici de les y soumettre.

Nous nous contenterons, à ce sujet, de rapporter les paroles de M. Dumont, ministre des finances. Parlant de la reprise des cours de la rente, qui s'est manifestée au mois de juillet et août, M. Dumont disait : (1) « L'immense et vieille clientèle des valeurs de premier ordre, à revenus fixes, s'est convaincue, au cours de ces derniers mois, de la nécessité de revenir aux saines et solides traditions de prudence avisée, qui, tout à la fois, pour les œuvres de défense nationale et les grandes entreprises d'intérêt public, ont assuré en France le bon marché

(1) M. Dumont : Article publié dans le *Matin*, du 20 août 1913.

de l'argent, et à travers toutes les crises établi sur d'inébranlables assises la fortune nationale. Certes je suis heureux des résultats obtenus. Mais il faut les consolider. Par une série de mesures appropriées, le gouvernement, autant qu'il dépend de lui s'y emploiera. Aux grandes valeurs du portefeuille national, surtout lorsqu'elles prennent la forme nominative, tous les ménagements fiscaux équitables seront accordés, en même temps que nous rechercherons le moyen de rendre plus commodes leur négociation et même leur mise en gage ».

Si en droit, ainsi que nous l'avons vu, il n'y a pas d'obstacles à l'assimilation de la rente et des autres valeurs, cette assimilation peut être discutée au point de vue économique (1); et ceci est facile à démontrer; l'Etat en abolissant les indemnités fiscales de ses fonds n'atteindrait pas le but qu'il se propose; les prêteurs éventuels détruiraient, par de nouvelles exigences dans le taux de l'intérêt tout l'effet utile de la taxation; la preuve en fut donnée par l'émission en 1912 des obligations des chemins de fer de l'Etat.

Une nouvelle raison pour laquelle il ne faut pas prendre comme type d'intérêt normal, le revenu des

(1) Si nous envisageons par exemple la dette anglaise : les Consolidés anglais sont surtout dans les portefeuilles des Banques, Sociétés, Compagnies d'assurances, ou bien de gros capitalistes qui emploient leurs disponibilités en Consolidés absolument comme s'il s'agissait de billets de banque, rap-

fonds d'Etat, c'est que, « partie pour des causes de sécurité, partie pour relever la cote des rentes nationales, l'Etat français, à l'exemple de quelques autres, dirige volontiers sur le marché des fonds publics, les capitaux disponibles des institutions placées sous son contrôle ou sa direction effective. C'est ainsi que les Compagnies d'assurance font une part dans leur portefeuille à la rente d'Etat ; les fonds des Caisses d'épargne, de la Caisse nationale des retraites, des Sociétés de secours mutuels et bientôt les capitaux accumulés par le jeu de la loi du 5 avril 1910, sans parler des capitaux disponibles dans les trésoreries générales, sont employés constamment en achats de titres de la dette publique ».

Enfin une dernière remarque nous semble nécessaire : La rente française 3 % ne peut pas être considérée comme le type exclusif du taux de l'intérêt moyen parce que, ainsi que le mettait en lumière M. Dumont, à la tribune de la Chambre, au mois de

portant intérêt, remboursables à vue, offrant par surcroît des chances d'améliorations de capital.

Les Anglais ont toujours pensé qu'un placement en Consolidés était exempt de risques et présentait le maximum de sécurité avec des plus-values presque certaines. La hausse ininterrompue des Consolidés anglais pendant près d'un demi-siècle ; à part de rares exceptions, avait justifié ce raisonnement ; mais, dans ces dernières années, la concurrence d'autres placements, la conversion, la guerre du Transvaal, la hausse du taux de capitalisation ont montré que l'orsqu'il s'agit de rentes, de titres mobiliers, il ne convenait pas d'avoir, sur leur stabilité immuable une opinion préconçue et absolue.

mai 1913 : « La rente est un billet de banque qui porte intérêt ». « Par l'immunité de tout impôt, dont jouit depuis un siècle et dont continuera à jouir le coupon de rente dans n'importe quel régime fiscal (1) ; grâce à l'immense marché au comptant et à terme où elle peut toujours, en quelque quantité que ce soit, se vendre et s'acheter sans provoquer d'oscillations importantes (2), grâce aussi au taux et aux conditions privilégiées d'avances sur titres, qu'à l'imitation de la Banque de France tous les établissements de crédit lui accordent aujourd'hui, le 3 % perpétuel doit avoir une place un peu à part. »

Il est donc très difficile, d'indiquer une catégorie de prêts, qui puissent être considérés comme représentant le taux moyen de l'intérêt : il convient alors de dire, avec M. Leroy-Beaulieu, « qu'il faut choisir le type de l'intérêt, non pas dans tel placement en particulier, mais dans la moyenne des placements

(1) Ce sont là, les propres termes de M. Dumont, ministre des finances. Mai 1913.

(2) En France, la Rente possède tout à la fois la clientèle des grandes caisses publiques, de la spéculation et de l'épargne. On achète, ou on vend de la rente à terme et au comptant, au marché officiel et au marché libre, avec plus de facilités que telle ou telle quantités de valeurs spéculatives nationales ou internationales. La rente française a un des plus larges marchés à terme et au comptant qui existent. On peut acheter ou vendre en bourse, des centaines de mille, des millions de rentes, ferme et à prime, avec une facilité merveilleuse, sans provoquer des oscillations étendues. L'acheteur est sûr de trouver un vendeur et le vendeur un acheteur.

de bonne qualité que peut faire un homme prudent » (1)

Ce n'est que par une abstraction qu'on peut imaginer un taux unique de l'intérêt sur le marché de l'épargne. En réalité, il y a souvent autant de taux que de contrats de vente et les taux réels oscillent autour d'un taux moyen qui lui-même n'est pas constant et varie avec le temps. C'est ce taux qu'on appelle intérêt normal.

Coup d'œil historique

Si l'on remonte très haut dans l'antiquité, le taux de l'intérêt semble avoir été très élevé : en Grèce, le taux de 10 et 12 pour 100 semble avoir été fréquemment appliqué. En Egypte, le taux commercial paraît avoir été aussi de 12 pour 100.

A Rome, au contraire, il semble que le taux de l'intérêt n'était pas très sensiblement différent de celui pratiqué de nos jours. Sous l'empereur Claude, Columelle parle de l'intérêt à 6 0/0, et Justinien ne permettait aux *personnes illustres* de ne prêter qu'à 4 0/0 (2).

Au moyen âge, les taux sont variables à l'infini : la moyenne cependant, d'après Roscher, peut être considérée comme oscillant entre 10 et 12 0/0 ; ce taux

(1) M. Leroy-Beaulieu : *Traité théorique et pratique d'Economie Politique*, tome II, page 153.

(2) *Grundlagen der Nationalökonomie*.

baissa d'ailleurs considérablement de l'année 1300 à l'année 1500.

Dans cette période on peut considérer que, pour les pays les plus florissants, on capitalisait les placements en maisons et en rentes foncières à 5, 7 et 8 %; en ce qui concerne les prêts le taux était un peu plus élevé et variait entre 8, 9 et 10 %; la simple opération de prêts semble d'ailleurs avoir été rare à cette époque: il n'en est pas de même pendant la période des XVII^e et XVIII^e siècles; les besoins d'argent sont abondants de la part des Etats, le crédit public s'organise, le développement de l'épargne se manifeste, la sécurité des transactions augmente.

Aussi le taux de l'intérêt ne fut-il pas très élevé. Sur les places maritimes et commerciales d'Angleterre, d'Allemagne, d'Italie et d'Espagne, le taux fléchit sensiblement.

Dans l'Allemagne du Nord, le taux de 3 % paraissait normal, pour les placements de grande sécurité, il en est de même sur les places commerçantes, florissantes alors de l'Espagne, où le taux de 3 % était sûrement pratiqué (1).

A la fin du XVIII^e siècle et dans le premier quart du XIX^e, on constate un relèvement général du taux de l'intérêt dans toute l'Europe. La principale cause de ce relèvement doit être attribuée aux grandes guerres qui furent générales à cette époque;

(1) Roscher : *Grundlagen de Nationalökonomie*.

il faut ajouter un grand nombre d'inventions qui révolutionnèrent l'industrie.

Vers le milieu du XIX^e siècle, on constate un nouveau relèvement sensible puis un fléchissement brusque vers les années 1867 et 1868: cette tendance à la baisse a été momentanément interrompue en 1870 et 1871 par la guerre franco-allemande, mais s'est accentuée, par la suite, à partir de l'année 1875. De 1890 à 1897 le mouvement s'accroît et c'est ainsi que l'on peut constater des taux de 2 1/2 à 2 3/4 pour cent : en août 1897, la Rente française 3 pour 100, à coté 105,25 se capitalisant à 2,90 pour cent, à la même date le 2 3/4 britannique cotait, 113,50 ce qui faisait ressortir l'intérêt de ce fonds à 2,23 pour cent.

Dans presque tous les grands pays, ou dans les pays secondaires ayant un crédit et des finances solides les années 1896 et 1897 marquent le haut de l'étiage des cours, ainsi que l'on peut s'en rendre compte par le relevé suivant (1).

Fonds	Plus haut cours	Année
3 % Français.....	105.25	1897
2 3/4 Anglais	114	1896
4 % Autrichien.....	107.10	1897
4 % Hongrois.....	106 30	1897
3 % Russe 1891.....	103.65	1898
3 % Danois.....	101.20	1896
3 % Norvégien.....	102	1896
3 % Suédois.....	104.05	1896
3 % Belge.....	104.50	1896
4 % Unifiée Egypte.....	111.45	1898

(1) Extrait du *Rentier*, 7 octobre 1904.

Il est toutefois un fonds d'Etat qui fait exception au mouvement ascensionnel : c'est la rente italienne ; mais ceci tient à des causes qui lui sont spéciales. Les plus hauts cours remontent à 1886, où elle cotait 102 fr. 75, mais était revenue à 71 fr. 25 en 1894 : la baisse tenait à l'augmentation de l'impôt sur la richesse mobilière.

La rente paya 20 % d'impôt ; une fois convertie en 4 % elle se relève à 91 fr. 10 en 1895, et atteint en 1906 le cours de 106 fr. 70.

Le fléchissement des fonds d'Etat et des bonnes valeurs à revenu fixe date de ces années 1897-1898, et depuis lors, a été presque ininterrompu ; il s'est étendu à quasi toutes les valeurs à revenu fixes considérées comme de premier ordre ; au contraire, il n'a pas porté sur les valeurs à revenu fixe considérée comme de deuxième ou de troisième ordre ; celles-ci ont pour la plupart haussé parfois considérablement même depuis quinze ans.

Il ne faut donc pas tomber dans une erreur fréquente actuellement ; qui consiste à dire que la baisse des fonds d'Etats est générale ; la baisse des fonds d'Etats n'a pas fléchi universellement depuis quinze ans ; il n'y a eu à fléchir que ceux réputés de premier ordre ; ceux qui étaient considérés comme de deuxième catégorie ont au contraire repris : il s'est fait entre eux sinon un nivellement, du moins un rapprochement des cours.

C'est là une remarque qu'il ne faut pas négliger, et que M. le baron Moure n'a pas oublié de faire

dans sa conférence à la Société d'Economie Politique, dont nous avons déjà parlé (1)

D'autre part, le rapport fait au Conseil municipal de Paris, par M. Louis Dausset (2) sur le budget de 1913, contient toute une série de tableaux sur les cours des principales valeurs à revenu fixe à la Bourse de Paris depuis de 1897. Il ressort de ces tableaux la même constatation.

En comparant les cours moyens des neuf premiers mois de 1912 aux cours moyens de l'ensemble de l'année 1897 des obligations de la ville de Paris, on peut remarquer qu'ils ont fléchi, de 19 fr. 78 à 64 fr. 74 suivant les séries soit de $4\frac{1}{2}\%$ environ à 16% . Il en est de même pour les obligations du Crédit Foncier.

En ce qui concerne les obligations de 3% de 500 francs de capital nominal des grandes Compagnies de chemin de fer, les cours moyens de l'année 1897 les font ressortir toutes, sauf une exception pour celles de la Compagnie du Midi, au-dessus de 480 fr.; actuellement l'ensemble de ces titres se tient aux environs de 400 fr., ce qui fait ressortir une baisse de 70 à 75 fr., environ soit 16% approximativement.

En comparant les cours pratiqués aux mêmes années, sur les obligations étrangères de deuxième

(1) Conférence à la Société d'Economie Politique de Paris : sur la Baisse des fonds d'Etats, 5 mars 1913.

(2) Rapport fait au Conseil municipal de la Ville de Paris sur le Budget de 1913, par M. Louis Dausset.

catégorie, celles des chemins de fer espagnols, Nord de l'Espagne et Saragosse par exemple, on verrait que, au lieu d'un fléchissement on se trouve en présence d'une très forte ascension; les obligations de chemin de fer de Madrid à Saragosse en 1897, cotaient en effet 290 à 295 francs, celles du Nord de l'Espagne 220 à 225 francs, celles des Andalous 222 francs; aujourd'hui les deux premiers se tiennent entre 340 et 360 francs ayant monté de 12 à 60 % les dernières entre 270 et 320 francs ayant monté de 23 à 43 %.

Si donc les cours des obligations de chemins de fer français, et ces obligations sont réputées de premier ordre, ont sensiblement baissé ceux des obligations de chemins de fer étranger, considérées comme de deuxième catégorie ont sensiblement monté. Et le rapprochement entre placements de premier ordre et de second ordre est beaucoup plus saisissant quand il s'agit des fonds d'Etat, et c'est ce que fait ressortir M. Leroy-Beaulieu dans le tableau suivant (1) :

COURS DU 2 JANVIER 1897 ET DU 16 AVRIL 1913
POUR LES FONDS D'ÉTATS PRINCIPAUX.

A). — *Fonds réputés de premier ordre*

Différence en baisse		Au 2 janvier 1897	Au 16 avril 1913
— 16.15	Rente française 3 %....	102.30	86.15
— 11.60	— amortissable 3 %..	100 75	89.15
— 41.75	Consolidés anglais 2 3/4, devenus 2 1/2 depuis 1905	115.15/16	74.45
— 21.90	Allemand 3 %.....	99	77.10
— 23.10	Belge 3 %.....	101.60	78.50
— 9.95	Egypte 3 1/2 % privilégiée	101.80	91.75

(1) *Economiste français* du 19 avril 1913, Paul Leroy-

B) *Fonds considérés comme de bonne qualité,
mais un peu moins réputés.*

Différence		Au 2 janvier 1897	Au 16 avril 1913
— 13.75	Autriche 4 % or.....	105	91.25
— 16.75	Hongrie 4 % or.....	105.80	89.15
+ 2.70	Italie 5 % devenu du 3 1/2 en 1913.....	93.40	96.10
— 13.30	Norvège 3 1/2.....	100.75	87.45
— 8.90	Russie 4 %.....	102.75	93.85
— 8.40	Roumanie 5 % devenu ulté- rieurement 4 %.....	102.90	94.50

C). — *Fonds réputés jadis aléatoires et dangereux.*

Différence en hausse		Au 2 janvier 1897	Au 16 avril 1913
+ 86	Argentin 5 % 1886.....	431	517
+ 13	Brésil 4 %.....	68.90	91.75
+ 20.75	Extérieur espagnole 4 %.	71	82.90
+ 16.10	Serbe 4 %.....	68.10	84.20

On voit, dit M. Leroy-Beaulieu, que la direction de ces trois catégories de fonds publics est loin d'avoir été identique (1). Les fonds de la première catégorie, ceux réputés de premier ordre ont tous fléchi, et ce sont eux qui ont fléchi dans les proportions les plus considérables.

La catégorie des fonds publics considérés comme de bonne qualité, mais moins réputés que les premiers, ont fléchi aussi, mais dans des proportions moindres que ceux de la première catégorie. Pour eux, la baisse est de 7 ou 8 o/o, alors que pour les

Beaulieu : *La baisse et les perspectives des valeurs à revenu fixe.*

(1) *Economiste Français*, du 19 avril 1913, page 566.

premiers elle avait été de 10 o/o au minimum pour la dette de l'Egypte privilégiée, et de 35 o/o au maximum pour les Consolidés britanniques. La rente italienne doit être mise à part pour des raisons que nous avons déjà indiquées.

En ce qui concerne les fonds publics, réputés il y a quinze ans, aléatoires et dangereux, on se trouve dans une situation inverse : au lieu de fléchissement des cours, on constate une hausse sensible ; l'Argentin a monté de 20 o/o, le Brésilien de 18 o/o, l'Extérieure Espagnole de 30 o/o et de 23 o/o le Serbe.

On peut dire que la hausse des grands fonds d'Etat, aux environs des années 1897, avait appelé l'attention sur la situation financière des pays étrangers, défaillants ou menaçant de le devenir. On chercha alors à y remédier. Ces efforts réussirent, le public accepta les arrangements qui lui étaient proposés. Les rentes des pays discrédités ou défaillants se négocient aujourd'hui plus haut qu'ils n'étaient cotés avant leur défaillance, plus haut même que se négociaient, il y a 20 ou 25 ans, les rentes d'Etats qui ont toujours respecté leurs engagements.

Les rentes des pays qui, pendant longtemps, ont laissé tout ou partie de leur dettes en souffrance se capitalisent aujourd'hui à des taux d'intérêt que ne connaissaient pas les Etats dont les finances étaient prospères. Le Turc, par exemple, dont le plus haut cours en 1873 a été de 58 francs pour la rente 5 o/o, a valu, après l'unification de la dette, c'est-à-dire après que de lourds sacrifices ont été imposés aux porteurs de titres, 74 francs en 1904 et 98 en 1906.

La dette extérieure espagnole 4 o/o, qui a valu 50 francs en 1885 et 29 francs au moment de la guerre hispano-américaine, vaut 95 francs actuellement.

D'autres fonds d'Etat, comme le Chinois ou le Japonais, étaient délaissés et se négociaient à des cours déprimés en 1897 ; ils rapportaient des taux d'intérêt que l'on pourrait qualifier d'usuraires : 7, 8, 9 et 10 o/o ; la hausse des fonds d'Etat européens, à crédit solide et incontesté, appela sur eux l'attention du public qui, ne se contentant plus de rentes, rapportant seulement 3 1/2 o/o, et 2 1/2 o/o, se mit à rechercher tous les fonds d'Etat dont le rendement était plus élevé, et cela malgré les risques que ces derniers présentaient.

Les années 1897 et 1898 marquent donc une date critique où se manifestent les deux faits suivants (1) :

1^o Arrêt de la hausse et baisse importante des cours des fonds des grands Etats, en France, en Angleterre, en Allemagne, et dans les pays dont les finances sont solides, comme les Pays-Bas, la Belgique, le Danemark, la Suède, la Norvège.

2^o En même temps, relèvement des fonds d'Etat des pays à finances douteuses, amélioration et hausse de leurs rentes, par suite de la diminution de rendement des fonds des pays solides.

Nous verrons plus tard que ces deux faits sont

(1) *La baisse des Rentes et valeurs à revenu fixe*, par Alfred Neymarck, Paris, 1912.

accompagnés d'un autre qui n'est pas moins caractéristique, c'est la hausse des valeurs à revenu variable. Ce sont ces constatations que nous allons faire à la suite d'une étude plus détaillée :

1^o Des mouvements des fonds d'Etats et valeurs à revenu fixe.

2^o Des mouvements des valeurs à revenu variable.

Cette étude fera l'objet des deux chapitres suivants.

CHAPITRE II

Mouvements des Fonds d'Etat et des valeurs à revenu fixe

SECTION I

LES FONDS D'ETAT

Parmi les valeurs à revenu fixe, celles qui se présentent d'abord, qui tiennent la première place, ce sont les fonds d'Etat. Au début de l'ère financière qu'on peut appeler contemporaine, c'est-à-dire dans le premier quartier du XIX^e siècle, ils constituaient de beaucoup le compartiment le plus important, non seulement pour le capital représenté mais comme nombre d'articles des cotes de la Bourse.

De nos jours, s'ils ne sont pas complètement déçus de leur grandeur d'autrefois, ils partagent au moins cette grandeur avec beaucoup d'autres valeurs.

Une situation nouvelle se présente ; situation qui

aurait paru paradoxale à nos pères; les fonds d'Etats fléchissent, sensiblement même, mais quand ce fléchissement est graduel, l'ensemble des autres valeurs n'en est pas pour cela affecté de façon appréciable et même quantités de valeurs, ainsi que nous le verrons plus loin, bénéficient d'une hausse forte et durable.

Ce fléchissement date d'une quinzaine d'années, mais l'année 1912 a été particulièrement funeste aux fonds publics; on peut s'en rendre compte par le tableau suivant (1) :

Fonds d'Etat	30 déc. 1911	31 déc. 1912	En moins en 1912
3 %/o	94.35	89.32	5.03
3 %/o amortissable	95.60	93.75	1.85
Consolidés anglais 2 1/2..	77.90	75.10	2.80
Belge 3 %/o 1901-1909.....	88.40	79.70	8.10
Hollande 2 1/2 %/o.....	71.90	66.10	5.80
3 %/o prussiens	82.70	77.70	5
4 %/o autrichiens or	99.20	93	6.20
4 %/o hongrois or.....	98.30	93.10	5.20
Russe 4 %/o 1880	94.40	91.35	3.15
— consolidé 4 %/o.....	97.25	91.50	5.75
— 3 %/o or 1891	84.25	76.10	8.15
— 5 %/o 1906.....	104.90	103.40	1.50
Italien 101.60.....	101.60	98.50	3.10
Extérieure espagnole.....	95.55	91.92	3.63
Portugais 3 %/o	66.65	64.95	1.70
Norvège 3 1/2 1904.....	95.75	87.50	8.25
Suède 3 1/2 1904, 1906....	93.50	86.70	6.80
Suisse, Chemins fédéraux	94.35	88 00	6.75

(1) *Economiste français* : 11 janvier 1913, page 38.

Fonds d'Etat	30 déc. 1911	31 déc. 1912	En moins en 1912
Turc	90.25	85	5.25
Bulgare 5 % 1896	511	510	1
Serbe 4 %	90.80	82.15	8.65
Egypte Unifiée	100.90	100.15	0.75
Argentin 5 % 1909	516.75	514	2.75
Brésil 4 1/2 1888	98.75	97.75	1
Mexique 4 % 1910	93.80	88.50	5.30
Chine 5 % or 1902	510	511	1 en plus
Japon 5 % 1907	105.80	104	1.80
— 4 % 1910	94.25	91.20	3.05

Le recul de tous ces fonds publics est donc très accentué au cours de l'année 1912, sauf pour le fonds Chinois.

Le fléchissement est d'ailleurs très inégal; il en est qui ont été affectés par une cause spéciale: les guerres Balkaniques, mais pour la majeure partie on ne peut attribuer leur baisse en général aux événements des Balkans; cette baisse remonte, en effet, plus loin en arrière ainsi que nous allons le voir, en passant en revue les cours des principaux fonds publics.

Une étude sur ce sujet a été présentée à la Société de statistique de Paris, par M. Alfred Neymarck (1), nous y ferons de fréquents emprunts en complétant ces renseignements pour les quatre années écoulées depuis 1909, date où parut cette étude.

(1) Alfred Neymarck : *Les mouvements des fonds d'Etats, des grands pays*. Communication faite à la société de statistique de Paris (7 juillet 1909).

Pour M. Neymarck dans une période normale, quand la paix et la tranquillité règnent à l'extérieur et à l'intérieur, les différences de cours et de taux de capitalisation entre les rentes des divers Etats jouissant d'un même crédit, inspirant une confiance égale, sont dues aux causes financières et économiques suivantes.

1^o) Indépendance ou dépendance de l'Etat emprunteur; marché national ou marché extérieur;

2^o) Diversité des placements en rentes d'un même pays. Unité ou variété des fonds d'Etats nationaux.

3^o) Clientèle du marché des rentes d'Etat, c'est-à-dire organisation du crédit public et privé dans les divers pays; habitudes du public pour ses placements financiers; situation indépendante ou dépendante de l'Etat emprunteur vis-à-vis de ses prêteurs nationaux ou étrangers (1).

Par ces considérations, on voit, qu'en dehors de toute cause perturbatrice d'un marché et du crédit public, tels qu'une guerre extérieure, une révolution à l'intérieur, une crise économique commerciale ou financière, pourquoi les rentes des grands Etats peuvent se présenter à des cours et à des taux de capitalisation différents.

Ceci posé nous allons passer en revue les cours des principaux fonds d'Etats

(1) A. Neymark: *Les mouvements des fonds d'Etats*, page 5.

LA RENTE FRANÇAISE

La Rente Française 3 0/0, qui remonte à 1825, a subi depuis cette époque, ou elle cote 76,35 au plus haut et 59,80 au plus bas, de très grosses fluctuations; nous ne les examinerons pas avant la date de 1897, car ces fluctuations tiennent à des causes qui sont en dehors de notre sujet. La rente, qui cotait 76 francs en 1887, avait été amenée par une hausse presque ininterrompue, vers le cours de 105,25 son plus haut cours en 1897. C'est la période de l'alliance russe et d'une bonne situation financière.

La crise économique se fait ensuite sentir et, en 1899, elle cote 98,75.

Elle reprend à 103,50 en 1901, mais la guerre russo-japonaise, qui fait craindre des complications pouvant atteindre les intérêts français, provoque une rechute à 94; en 1904, la reprise s'effectue à 100,50

Le Maroc, la crise américaine, les événements balkaniques provoquent une nouvelle dépréciation qui atteint son maximum en 1907 avec le cours de 93,75. Un relèvement se produit, en juillet 1909 on voit le cours de 98, puis nouvelle étape de baisse: 94 fr. 35 le 30 décembre 1911, 89 fr. 32 le 31 décembre 1912, 84,50 en juillet 1913.

En résumé :

Année	Cours
—	—
1897	105.25
1899	98.75
1901	103.50

Année	Cours
1904	94 »
1905	100.30
1907	93.75
1909	98 »
1911	94.15
1912	89.32
1913	84.50

La Rente française a donc sensiblement baissé depuis 1897, il faut cependant tenir compte en ce qui la concerne, de quelques causes de cette baisse qui sont spéciales à la rente française et que nous allons examiner.

La Rente française a été jusqu'à ce jour exonérée de toute taxe, mais depuis 1909, elle est menacée d'une imposition. Ce dessein d'imposer la rente française a porté atteinte à notre crédit public; la menace d'un impôt, précisément au moment où des valeurs d'intérêt plus élevé allaient solliciter l'épargne française, n'a fait que hâter le mouvement de baisse de notre grand fonds d'Etat. Ces projets d'imposition sur la rente, sont d'ailleurs une erreur de la part des socialistes, car ainsi que l'écrit M. Milhaud dans son livre « l'Imposition sur la Rente » (1), si les socialistes étaient vraiment conscients de la nécessité pour eux de maintenir intact et fort le crédit public, l'idée même de cette imposition n'aurait jamais dû se présenter à leur esprit.

(1) Edgard Milhaud : *L'imposition sur la Rente*.

Un autre fait qui a contribué à la baisse de la Rente française est la concurrence que lui font les emprunts de plus en plus nombreux, des départements, des communes, des colonies qui multiplient leurs entreprises, et sollicitent l'épargne au détriment de notre fonds national. Il en est de même de l'émission des obligations Ouest-Etat à 4 0/0, qui présentant la même sécurité que la Rente française, puisqu'elles ont la garantie de l'Etat, ont donné lieu à de très nombreux arbitrages ; le public avait avantage à vendre les titres de Rente française pour acheter des obligations Ouest-Etat 4 0/0, d'où la baisse ; c'est ce que constatait le journal « l'Information » dans un article intitulé : « la Baisse de la Rente ». (1).

FONDS ALLEMANDS ET PRUSSIENS

Depuis 1870, les fonds allemands et prussiens n'ont subi l'influence d'aucun événement politique intérieur grave : seuls des faits favorables se sont produits ; notamment la conclusion de la triple alliance, qui n'aurait dû qu'à profiter aux cours des rentes et abaisser leur taux de capitalisation.

Il n'en est rien.

Dans les années 1896 et 1897 le 3 0/0 allemand cote 106,70 au plus haut et 103,50 au plus bas. De 1896 à 1900, on constate la chute des rentes prussiennes et

(1) Journal *l'Information* ; article : « La baisse de la rente ». Numéro des 16 avril, 30 avril 1913, 7 mai 1913.

allemandes : période de crise qui est finie en 1900. Le 3 % prussien tombe de 100 à 84,50, le 3 1/2 de 105,60 à 92,35 ; puis un relèvement jusqu'en 1903 à 93,30 pour le 3 % et à 103,10 pour le 3 1/2. Puis une nouvelle chute aux cours respectifs de 81,25 et 92. En 1911, le premier se maintient et cote au 30 décembre 1911, 82,70, mais il retombe ensuite à 77,70 au 31 décembre 1913, et à 74,50 en juillet chute ayant des causes communes à celles de tous les grands fonds d'Etats européens : l'élévation du taux de capitalisation.

En résumé :

	Année	Cours
Pour le 3 %	1896	106.70
—	1900	84.80
—	1903	93.30
—	1906	81.92
—	1911	82.70
—	1912	77.70
—	1913	74.50

LES CONSOLIDÉS BRITANNIQUES

En 1890, les Consolidés anglais cotent 93 3/4 au plus bas, c'est une année financière défavorable pour l'Angleterre ; c'est le krach des valeurs argentines, dans lesquelles les financiers anglais sont fortement engagés ; c'est aussi l'année de la chute de la grande maison Baring à Londres.

Mais après 1890, reprise ininterrompue jusqu'en 1896, à cette date on voit les Consolidés anglais atteindre le cours de 114.

La guerre du Transval qui commence en 1899, provoque la chute des cours. Cette chute s'accroît il est vrai par suite de la conversion en 2 1/2 effectuée en 1903. En 1904, on voit le cours de 85 3/8. 1905 enregistre un relèvement momentané jusqu'à 91 5/8, puis la baisse reprend, amenée par la crise américaine : 80 3/4 est le plus bas cours.

Au 30 décembre 1911, ils cotent 77,90 et 75,10 au 31 décembre 1912. Enfin, en juillet 1913, on voit les Consolidés anglais au cours de 77,50.

En résumé :

	Année	Cours
Conversion	1890	93.3/4
—	1896	114 »
—	1904	85.3/4
—	1905	91.3/8
—	1906	80.3/4
—	1911	77.90
—	1912	75.10
—	1913	72.50

« Les Consolidés anglais constituent, on le voit, une valeur bien déchue ; elle n'a plus rien de l'auréole qui l'entourait autrefois » (1).

Au cours de l'année de 1912, le 2 1/2 Britannique a baissé de 2 points 80.

Il y a, il est vrai, des causes de faiblesse qui lui sont spéciales ; le Gouvernement britannique, qui

(1) *Economiste Français* : M. Leroy-Beaulieu, numéro du 11 janvier 1913.

représente des tendances socialistes, a récemment enlevé aux étrangers l'immunité dont ils jouissaient de l'impôt sur le revenu, et a conclu avec le Gouvernement français une convention par laquelle les deux gouvernements s'engagent à dénoncer les successions de leurs nationaux respectifs afin de soumettre ces successions au cumul des droits des deux pays. Il en résulte que l'Angleterre a perdu la magnifique situation qu'elle avait autrefois et dont elle bénéficiait de servir de refuge aux capitaux inquiets du monde entier.

FONDS AUSTRO-HONGROIS

Depuis 1877, l'Autriche n'a pas eu de difficultés politiques, son alliance avec l'Allemagne et l'Italie, lui a permis, au contraire, de se remettre paisiblement de ses défaites de Solférino en 1859 et de Sadowa en 1886.

En 1886, le 4 % or autrichien atteignait 98,25, mais rétrogradait à 85 l'année suivante. La reprise se manifestait en 1888 et le plus haut cours 107,10 était atteint en 1897. La crise économique qui suivit ensuite marque son point culminant en 1900 ; le 4 % autrichien, pour les mêmes causes que la généralité des fonds européens, fléchit à 95 fr. après avoir coté 107,10.

Le 4 % hongrois manifeste la même tendance, il cote 96 après 106,30 en 1897.

Puis en 1902 et 1903, la reprise se produit jusqu'au cours de 105.

La guerre russo-japonaise, la crise américaine, les événements balkaniques ramènent l'autrichien à 94.60 et le Hongrois à 91,30 en 1907.

Au 31 décembre 1911, 99,20 pour le 4 % autrichien, 93 fr. en 1912, de même le hongrois 98 fr. 30 et 93 fr. 10 respectivement aux mêmes dates. En juillet 1913, on voit le cours de 89 fr. 50.

Il convient de remarquer que ces fonds d'Etats ont mieux résisté que les autres et ceci est d'autant plus à signaler que depuis un an, il aurait été naturel qu'ils fussent très éprouvés par l'attitude semi-guerrière de la monarchie austro-hongroise dans la crise des Balkans, les très grosses dépenses militaires qu'elle a assumées et les difficultés d'ordre économique qui en ont résulté pour le pays.

Résumé :

Année	Cours
1886.....	98.25
1897.....	106.10
1900.....	95
1902.....	105
1907.....	94.60
1911.....	99.20
1912.....	93
1913.....	89.50

FONDS ITALIENS

La rente italienne a une situation à part : elle n'a pas subi les mêmes influences que les autres fonds d'Etat ; c'est un trait fort curieux du relèvement financier de l'Italie depuis une douzaine d'années.

En 1886, elle avait déjà atteint un cours élevé 102,75, mais était retombée progressivement à 71,85 en 1894 ; c'est que l'impôt sur la rente avait été poussé à 20 o/o, ce qui diminuait d'un point son rendement. En 1895, on constate un relèvement à 91,10, puis chute à 77,50, en 1896, avec les affaires de l'Erythrée. Relèvement progressif jusqu'à 105,60 en 1904, mais elle retombe à 98 par suite des craintes de complications de la guerre russo-japonaise.

En 1906, nouvelle reprise à 106,70 ; en l'année 1907, la crise américaine et une conversion en 3 3/4 la ramènent à 100 fr. 60. Depuis elle s'est relevée et a atteint le cours de 105,75 qui est le cours maximum.

En 1911, au 31 décembre, la rente italienne cote 101,60, au 31 décembre 1912, 98,50, et enfin en juillet 1913, 95,10.

La rente italienne a donc on le voit, suivi, une marche différente des autres fonds d'Etat ; c'est à son relèvement très rapide qu'il faut l'attribuer ; le 3 1/2 italien, malgré la guerre de Tripolitaine, qui n'a pas laissé d'être coûteuse, reste proche du pair ; il n'a fléchi au cours de l'année 1912 que de trois points environ ; c'est la confiance de l'Italie en elle-même, qui maintient les cours de sa rente ; car sa clientèle étrangère l'a à peu près complètement abandonnée, étant donné son revenu actuel peu élevé.

Résumé :

Année	Cours
1886.....	107.75
1894.....	71.85
1895	91.10
1896.....	77.50
1904.....	105.60
1906.....	106.70
1911.....	101.60
1912.....	98.50
1913.....	95.10

FONDS RUSSES

La rente 4 o/o 1861 cote 61 francs, l'année de son émission. Elle s'élève progressivement à 93,20 en 1886, elle retombe à 88 en 1891.

L'alliance franco-russe et une politique de paix qui se termine par la première conférence de la Haye, lui fait atteindre le cours de 105 fr. en 1898. La guerre russo-japonaise et une grave crise industrielle ramènent les cours à 98,40 en 1900, à 86,75 en 1904 et à 77,75 en 1905. En 1906, après la paix russo-japonaise de graves troubles intérieurs se manifestent en Russie, la rente 4 o/o 1867 tombe à 70,75. Elle cote 88,50 en juillet 1913.

En ce qui concerne les fonds russes, il y a lieu de remarquer qu'ils ont été inégalement éprouvés et, dans les moments de fléchissements, les fonds constitués en un type d'intérêt élevé sont moins atteints que ceux constitués en un type d'intérêt bas. Cette remarque est particulièrement applicable à l'année 1912 ; le russe 4 o/o 1906 est resté très ferme, ne

faiblissant que de 1 1/20/0, tandis que le 3 0/0 or de 1891 a été très sensiblement atteint, perdant huit points ou près de 10 0/0 ; entre les deux, les 4 0/0 Russes ont supportés des dépréciations beaucoup moindres que celles du 3 0/0, mais beaucoup plus fortes que celles du 5 0/0 ; le Russe 4 0/0 1880, n'a perdu que trois points trois quarts.

FONDS ESPAGNOLS ET PORTUGAIS

La rente espagnole provient de la conversion de la dette intérieure 3 0/0 consolidée et des obligations de l'Etat pour chemins de fer ; elle date de 1882 et est intitulée : Dette extérieure 4 0/0.

En Espagne, les révolutions et les troubles intérieurs, les crises économiques et financières, la crise du change, les diverses modifications apportées à la dette par des réductions d'intérêts, par des impositions ou par des conversions ont agité violemment les cours des rentes ; la dépression a marqué son point le plus accentué pendant la guerre de Cuba ; elle descendit au cours de 29 fr. 75, depuis cette époque elle a vivement repris.

Du cours de 29 fr. 75 elle a remonté rapidement à 70 en 1901, à 86 en 1903 pour retomber au cours de 74.50 en 1904.

Puis une nouvelle reprise en 1905 où elle atteint 89.75, cette reprise s'accroît à 92.90 en 1908, pour atteindre 95.55 en 1911 au 31 décembre, mais pour fléchir ensuite à 91.92 en 1912 au 31 décembre.

En juillet 1913, elle cotait 88.

Résumé :

Année	Cours
1901.....	70
1903.....	86
1904.....	74.50
1905.....	89.75
1908.....	92.90
1911.....	95.55
1912.....	91.90
1913.....	88

Le Portugais a une situation spéciale; jusqu'en avril 1892 l'intérêt annuel des divers emprunts fut payé régulièrement, mais le décret du 13 juin 1892 réduisit des deux tiers l'intérêt de ces emprunts.

En 1901, un nouvel arrangement appelé *convenio* intervient et tous les anciens emprunts sont convertis en une nouvelle rente amortissable 3 %. Les cours sont extrêmement variés, mais ne présentent que peu d'intérêt pour notre étude, car leurs variations dépendent surtout de la situation politique intérieure, de l'état économique et financier du pays. Les fonds portugais ne sont influencés que de très loin par les causes qui déterminent les cours des fonds européens en général.

FONDS SCANDINAVES, NORVÉGIENS, SUÉDOIS, DANOIS,
HOLLANDAIS, BELGE

En ce qui concerne les fonds : scandinaves, norvégiens et suédois, ce sont les mêmes causes qui les ont influencés; ils ont suivi une marche parallèle

qui d'ailleurs est en concordance directe avec celle des grands fonds européens dont ils sont tributaires ; cette remarque s'applique également aux fonds hollandais et belge.

Ils atteignent tous leurs cours les plus élevés en 1896, ou ils cotent :

Belge.....	104.35
Danois.....	101.20
Norvégien.....	102
Suédois.....	104
Hollandais.....	101.90

Elles fléchissent en 1900 :

Belge.....	95.40
Danois.....	82
Norvégien.....	83
Suédois.....	82
Hollandais.....	87.65

Elles se relèvent ensuite, mais la guerre russo-japonaise les fait fléchir. Relèvement en 1906 pour les fonds scandinaves ; mais nouveau fléchissement dû à la crise américaine et aux événements d'Orient.

Pour les trois dernières années on obtient le tableau suivant :

Rente	Année	Cours
Belge.....	1911 (décembre).....	88.40
	1912 (décembre).....	79.70
	1913 (juillet).....	76
Hollandais 3 %/o.	1911 (décembre).....	71.90
	1912 décembre.....	66.10
	1913 (juillet).....	78.50

Norvégien	{	1911 (décembre).....	95.75
		1912 (décembre).....	87.50
		1912 (juillet).....	73
Suédois.....	{	1911 (décembre).....	93.50
		1912 (décembre).....	86.70
		1913 (juillet)....	84.50

Les fonds de tous ces Etats ont donc subi une baisse très considérable : ce sont eux qui marquent les plus fortes dépréciations ; au cours de la seule année 1912, le 3 % Belge perd près de neuf points, soit 10 % environ, le 2 1/2 Hollandais perd plus de cinq points ou 8 % environ, le Norvégien et le Suédois 3 1/2 sept à huit points chacun.

Ainsi ces fonds d'Etat, qui n'ont pas été influencés par des causes spéciales, qui n'ont pas eu de guerre, ni de troubles graves de politique intérieure, ont vu cependant les cours de leurs rentes fléchir sensiblement ; leur exemple est particulièrement intéressant pour nous, car on ne peut attribuer la baisse de leurs cours qu'à une augmentation du taux de capitalisation en général.

DETTE OTTOMANE

Il en est tout autrement de la Turquie ; cet Etat a une histoire des plus chargées ; ses finances se sont toujours ressenties des événements politiques qu'elle a eu à supporter ; depuis plus d'un demi-siècle, la

question d'Orient a toujours été ouverte ; elle semblait devoir être réglée définitivement il y a quelques mois, mais des événements imprévus se sont précipités et à l'heure où nous écrivons on ne saurait prévoir si une solution définitive est proche.

Avant 1903, les fonds ottomans sont de diverses catégories ; à cette date eut lieu l'unification de la dette ottomane ; depuis cette époque, les intérêts ont toujours été payés régulièrement ; aussi peut-on les comparer aux rentes des autres Etats européens.

L'année de son unification, en 1903, la rente turque cote 90 fr. 45 au plus haut et 87 fr. 65 au plus bas.

Les craintes que suggère la guerre Russo-Japonaise en 1904 font tomber les cours à 74, puis on constate un relèvement à 98, presque au pair en 1906, mais les événements récents ramène la rente turque à 86 francs en 1908, puis nouvelle hausse en 1909 à 93 francs.

Le 30 décembre 1911, le cours est 90.25 et 85 francs au 31 décembre 1912. Enfin, en juillet 1913, le cours est 85 fr. 75.

La rente turque, on le voit, n'a pas été influencée très sensiblement par les guerres des Balkans au cours de l'année 1913, il ne faut pas oublier que les finances turques sont organisées de façon toute spéciale et que la rente est placée sous le contrôle effectif des grandes puissances européennes.

Résumé :

Années	Cours
1903.....	90.25
1904.....	74
1906.....	98
1908.....	86
1909.....	99
1911.....	90.25
1912.....	85
1913.....	83.75

DETTE EGYPTIENNE

Après avoir coté 60 francs en 1884, la rente égyptienne était remontée ensuite progressivement, et avait atteint le pair en 1892, puis elle poursuit sa marche ascendante et dépasse 105 en 1895, elle recule pourtant au pair la même année ; puis une nouvelle reprise, la porte à 111,45 en 1898. L'année de la guerre du Transvaal, en 1899, elle cote 181,50 au plus bas ; elle remonte bientôt pour atteindre son plus haut cours 112,50 en 1902. La guerre russo-japonaise, la crise américaine, la ramènent à 101, 15 en 1907, puis à 103,50 en 1909.

Au 31 décembre 1911, son cours est 100 fr. 90, et 100 fr. 15 au 31 décembre 1912. Enfin, en juillet 1913, 91 francs.

En ce qui concerne la dette Egyptienne, la même remarque est à faire que pour les rentes belges, hollandaises et scandinaves ; aucun événement grave n'est venu troubler la politique intérieure ou extérieure égyptienne ; les cours de la rente ont cepen-

dant baissé ; il faut là encore attribuer ce phénomène à une hausse du taux de capitalisation.

Résumé :

Annees	Cours
—	—
1884.....	60
1892.....	100
1895.....	105
1898.....	111.45
1899.....	101.50
1902.....	112.30
1911.....	100.90
1912.....	100.15
1913.....	91

Le recul de tous ces fonds publics est donc très accentué, il a été particulièrement sensible depuis deux ans ; ce recul est très inégal, on ne peut l'attribuer, pour la majeure partie des Etats que nous avons étudiés, aux événements récents des Balkans. Sans doute, cette crise y a contribué ; elle faisait craindre, en effet, que les puissances européennes ne soient engagées malgré elles dans la lutte ; mais depuis que l'éventualité d'une guerre européenne paraît écartée, on ne note pas un relèvement sensible des cours.

C'est donc à une cause beaucoup plus générale qu'il faut attribuer le fléchissement de tous les fonds d'Etat, à la hausse du taux de capitalisation.

SECTION II

LES VALEURS A REVENU FIXE AUTRES QUE LES FONDS D'ÉTAT

Après avoir passé en revue les cours des divers fonds d'Etat et constaté leur baisse générale, nous entreprendrons l'étude des valeurs à revenu fixe autres que les fonds d'Etat : c'est aux mêmes conclusions que nous conduira cette étude, la même dépression s'y manifeste, qui ne peut avoir un caractère simplement passager ; tout indique donc bien qu'il y a un changement du taux de capitalisation dans le monde entier qui se maintiendra, sans doute, pendant une certaine durée.

Les valeurs, dont nous entreprenons l'étude, comprennent les obligations des Sociétés diverses ; il convient de remarquer tout d'abord, que pour cette catégorie la baisse remonte à une période plus éloignée que pour les fonds d'Etat. en effet, pour ces derniers, la revision de leurs cours nous a fait connaître que leur maximum a été atteint, pendant les années 1897 et 1898, puis que la baisse s'est fait sentir, pour devenir très sensible dans les trois dernières années. Pour la catégorie de valeurs qui nous occupent actuellement. c'est un peu différent ; ce n'est pas dans les trois dernières années que la baisse a été la plus accentuée, c'est régulièrement depuis 1898 que ce phénomène s'est fait sentir pour

elles ; c'est ce qu'indiquait M. Leroy-Beaulieu, dans l'*Economiste Français* du 15 janvier 1913 ; examinant la baisse des obligations en général, il dressait les tableaux suivants (1) pour l'année 1912 :

COURS DES OBLIGATIONS DE CHEMINS DE FER

Nature des Obligations	Au 30 déc. 1911	Au 31 déc. 1912
Est 3 % anciennes.....	420	410
— nouvelles.....	416.50	413
Lyon fusion 3 % anciennes....	418.75	415
— — nouvelles....	415	411
Midi 3 % anciennes.....	421	414.75
— nouvelles.....	418	413
Nord 3 % anciennes.....	423	420
— nouvelles.....	419	415
Orléans, anciennes.....	422	417
Ouest anciennes.....	424	417

COURS DES PRINCIPALES OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS DIVERSES

Nature des Titres	Au 30 déc. 1911	Au 31 déc. 1912
Métropolitain de Paris 3 1/2..	470	451
— — 4 %...	503	480
Cie Générale des Eaux 3 %...	424.25	412
Procédés Thomson Houston 4 %	494.50	480.50
Gaz Central 4 %.....	502	496.50
— 3 %.....	429	428

On le voit, l'écart est, en général, assez peu considérable. Ces valeurs ont beaucoup moins fléchi pendant la même année 1912 que les rentes d'Etat. Les obligations françaises diverses ont baissé plus

sensiblement que les grandes Compagnies de chemins de fer, mais moins que les rentes. Les obligations étrangères ont été aussi éprouvées, mais toujours dans des proportions un peu moindres que les rentes :

COURS DES PRINCIPALES OBLIGATIONS ÉTRANGÈRES

Nature des titres	Au 30 déc. 1911	Au 31 déc. 1912
Chemins de fer :		
Nord de l'Espagne.....	363,75	354,50
Asturies 1 ^{re} hypothèque....	349	339
Saragosse.....	366	359
Santa-Fé.....	498	471
New-York-New-Haven....	483,25	483
Chicago-Milwaukee.....	469	458
Pennsylvania.....	468	456,50

Il est une remarque très importante à faire : il faut différencier les valeurs dites officielles et les valeurs industrielles proprement dites : ces dernières offrent un intérêt élevé et ont fait preuve d'une fermeté de cours remarquable, alors que les autres à intérêt réduit ont baissé sensiblement; les tableaux suivants empruntés à une étude de M. Maury (1) : *Les Valeurs françaises depuis 10 ans* l'attestent ; nous avons complété ces tableaux, qui s'arrêtent à l'année 1910, en relevant les cours cotés par ces diverses valeurs aux cotes officielles de la Bourse de Paris en juillet 1913.

(1) M. François Maury : *Les Valeurs françaises depuis 10 ans*.

OBLIGATIONS : VILLE DE PARIS, FONCIÈRES, COMMUNALES
ET CHEMINS DE FER FRANÇAIS

	Années	1911	1905	1910	1913 juillet
Ville de Paris 1865, 4 %.....		555.86	556.50	546.91	539
» 1875, 4 %.....		564.49	571.36	549.64	520
» 1898, 2 %.....		418	432	426	373
Créd. fonc., Com. 1879, 2,60 %/o		471	487	489	488
» 1883, 3 %/o..		446	451	435	394
» 1885, 2,60 %/o		457	485	418	405
» 1895, 2,80 %/o		460	489	483	406
» 1899, 2,60 %/o		460	482	477	399
Chemins de fer de l'Est.....		456	463	438	402
Ch. de fer du Nord 3 % nouvelles		461	471	442	402
» 3 %/o.....		463	469	442	404
Ouest 3 %/o.....		457	459	435	408
Midi 3 %/o.....		456	460	434	402
Orléans 3 %/o.....		458	450,50	436	396
P.-L.-M. fusions anciennes....		458	463	439	395
» » nouvelles....		457	460	435	396

OBLIGATIONS DIVERSES : EAU, GAZ, ELECTRICITÉ

	Années	1904	1905	1910	1912
Eaux et élect. de l'Indo-Chine 4 1/2		466	472	499	492
Est-Lumière obligation 4 %/o...	»	»	»	494	493
Thomson-Houston 4 %/o.....		478	502	493	488
Société industrielle des téléphones		483	495	496	487
Secteur Rive-Gauche.....		495	457	504	500
Forces motrices du Rhône.....		496	504	501	492
Société foncière lyonnaise.....		427	437	427	414
Comp. gén. des eaux oblig. 3 %/o		449	451	434	433
Union des gaz 3 1/2 %/o.....		464	459	448	457

On voit par l'examen de ces tableaux l'exactitude de la remarque que nous avons faite tout à l'heure ;

les obligations dites officielles de la ville de Paris et celles du Crédit foncier, dont l'intérêt est très faible, ont subi une forte dépréciation. Il en est de même des obligations de chemins de fer ; au contraire les obligations industrielles en général ont maintenu leurs cours ; leur taux de capitalisation n'a pas varié, d'où provient donc ce contraste imprévu d'obligations garanties par l'Etat français en baisse persistante, tandis que les obligations de Sociétés privées sont en hausse ? Le crédit de l'Etat n'est-il pas considéré comme supérieur à celui de n'importe quel groupement privé ? Est-il possible, d'autre part, que les obligations industrielles aient échappé aux influences déprimantes que nous avons constatées jusqu'ici sur tous les titres à revenu fixe du marché français ?

L'explication de ces faits est cependant aisée. C'est que les valeurs officielles françaises, nous l'avons vu, en sont venues à présenter un intérêt trop minime, par rapport à celui qu'offrent certaines rentes étrangères et nos propres obligations industrielles. La baisse de celles-là et la hausse de celles-ci ont donc la même cause : l'élévation du taux de capitalisation ; elles tendent au même but, un moindre écart du taux de l'intérêt.

Au cours de l'une des sessions de l'Institut international de statistique de la Haye, M. Alfred Neymarck a déclaré dans son rapport (1) que, « une

(1) Alfred Neymarck : *La statistique internationale des*

particularité des deux années écoulées 1909 et 1910 a été, dans le monde entier, la baisse des fonds d'Etat et titres à revenu fixe et la hausse des titres à revenu variable et même sans revenu. »

Il a présenté ce double phénomène comme un effet de la reprise des affaires, qui suivit la crise américaine ; « on pourrait presque, a-t-il ajouté, de cette constatation établir une loi économique, que les faits et les chiffres ont toujours confirmée :

1) Dans les périodes de crise économique, commerciale, industrielle, financière, les fonds d'Etat et titres à revenu fixe sont plus fermement tenus que les titres à revenu variable ; le public désire avant tout la sécurité de son revenu.

2) Dans les périodes de calme, d'activité, de reprise les fonds d'Etat et titre à revenu fixe, sont négligés au profit des titres à revenu variable, parce qu'ils rapportent moins que ces derniers, qui peuvent, par leurs larges fluctuations de cours, améliorer le capital employé, ou bien augmenter le revenu, si ces entreprises profitent de la reprise et de l'activité des affaires.

C'est là une loi qu'il est bon de connaître, car elle permet de prévoir certaines grandes fluctuations de l'avenir. Toutefois, une distinction nous paraît s'imposer entre les emprunts d'Etat, emprunts coloniaux, foncières et communales, d'une part, et d'autre part,

les valeurs à revenu fixe qui relèvent des libres industries : leur sort n'est en effet pas le même. Il est exact que les rentes et les obligations garanties par l'Etat ont baissé en 1909 et 1910, nous avons même constaté, au cours de ces recherches, que leur dépréciation a commencé depuis une dizaine d'années. La cause essentielle de cette chute, est bien dans la modicité de l'arrérage et de l'intérêt, comparé au revenu offert par les titres d'excellentes entreprises indépendantes.

Mais il n'en est pas de même des obligations industrielles. Pour maintes d'entre elles, nous avons relevé une stabilité remarquable des cours, pour certaines une hausse même ; cette faveur dont elles ont bénéficié est justifiée : elles offrent un revenu plus rémunérateur que les autres : le taux auquel elles sont capitalisées, qui était élevé et exceptionnel il y a dix ou quinze ans est devenu normal : ce sont les rentes d'Etat et les obligations jouissant de la garantie officielle qui, autrefois, capitalisées à un taux inférieur ont vu leurs cours baisser, par suite leur taux de capitalisation augmenter.

CHAPITRE III

Mouvements des valeurs à revenu variable

Les mouvements des valeurs à revenu variable sont loin de concorder avec ceux des fonds d'Etat et des valeurs à revenu fixe (1); les valeurs comprises dans ce compartiment sont, les actions des Sociétés industrielles et commerciales diverses; elles sont devenues dans ces dernières années les favorites de la Bourse; diverses causes y ont contribué : d'une part, les valeurs à revenu fixe étaient arrivées, il y a quelques années, ainsi que nous l'avons vu au chapitre précédent à se capitaliser à des taux peu élevés

(1) Elles jouissent non seulement de la faveur, mais de l'engouement du public. Alors que l'on dédaigne le revenu de $4 \frac{1}{4}$ à $4 \frac{1}{2}$ nets que donnent nombre de bonnes valeurs à revenu fixe on se contente de $2 \frac{1}{2}$ à 3 % de revenu sur les valeurs favorites : on recherche la plus-value des cours.

de 3 à 3 1/4 0/0, l'habitude se prenait graduellement alors chez les capitalistes de se porter sur des valeurs à revenu variable, qui offraient à peu près le même rendement avec des perspectives d'amélioration de revenu et de cours.

Une autre cause paraît y avoir contribué : c'est le goût de la spéculation et du jeu, qui s'est sensiblement répandu dans l'ensemble de la population.

Les valeurs à revenu variable favorites paraissaient avoir l'avantage de concilier le goût du jeu avec le goût de l'épargne et du placement.

C'est à ces circonstances qu'il faut attribuer, semble-t-il, le grand essor dans les dernières années du compartiment des valeurs industrielles. C'est à la fin de l'été de 1912 que le point culminant a été atteint. Depuis cette époque, à la suite des événements balkaniques la baisse a été générale (1).

Durant l'été 1912 on était arrivé à capitaliser à 2 1/4 ou même à 2 0/0 les actions favorites, soit anciennes soit nouvelles ; telle était le cas par exemple, des actions ou parts des grands charbonnages français du nord de la France ; un titre de cette nature donnant 45 francs de revenu brut, soit guère plus de 40 francs sous la forme au porteur, se négociait au dessus de 1.900 francs : or, pour avoir seulement

(1) Durant l'année 1912 les actions des Sociétés de crédit et des Banques françaises ont en général profité de la faveur publique : elles sont pour la plupart à des cours un peu plus élevés que l'année précédente. Seules ou presque seules les banques dites d'affaires, c'est-à-dire qui vivent principale-

un revenu net de 4 % avec un titre de ce genre, il aurait fallu que le revenu brut de 45 francs doublât presque, ce qui, en mettant les choses au mieux ne pouvait guère se produire avant une quinzaine d'années et à la condition qu'il ne se présentât aucun incident imprévu, défavorable.

On était arrivé, pour les actions favorites à se contenter d'un revenu extrêmement bas 2 1/4 à 2 % fréquemment ; on ne tenait aucun compte de la vie probable de la valeur, de la limite même connue de cette vie dans les cas de concession à temps. On voit même encore actuellement, certaines Sociétés de transport ou d'électricité qui se capitalisent entre 3 % et 2 1/2

ment des émissions ou introductions de titres, ont subi quelque tassement.

Etablissement de Crédit français	31 décembre 1911	31 décembre 1912.
Banque de France.....	4.215	4.450
Crédit Foncier de France.....	806	860
Banque de Paris.....	1.782	1.733
Crédit Lyonnais.....	1.543	1.587
Comptoir National d'Escompte.	940	1.002
Société Générale	820	819
Crédit Industriel.....	725	708
Banque de l'Union parisienne...	1.233	1.150
Banque française pour l'industrie.	311	304
Société française de reports	830	859
Crédit mobilier français	702	668
Banque de l'Algérie.....	1.480	3.020
Compagnie Algérienne.....	1.315	1.570
Crédit Foncier d'Algérie	679	695

quoique la durée de ces valeurs soit strictement limitée; par exemple, l'action du chemin de fer Métropolitain de Paris ne se capitalise qu'à 3 1/2 % environ en titres au porteur, quoique la durée en soit limitée à une quarantaine d'années.

Ces cas de capitalisation très peu élevés semblent d'ailleurs devoir être passagers : et ainsi que le disait M. Leroy-Beaulieu (1) dans l'« *Economiste français* ».

« On doit donc considérer comme aventureles campagnes telles que celle de l'été dernier, où l'on se proposait de hisser à des cours vertigineux et imprévus toutes les valeurs en vogue ; on a vu ce qu'il advenait de ces hausses improvisées ; un des compartiments qui ont fourni à ce sujet la démonstration la plus convaincante, est celui des valeurs de caoutchouc, dont, à la suite de la baisse du produit, les cours se sont effondrés, en dix-huit mois ou deux ans de 50 à 60 parfois 70 0/0 ».

On peut ajouter que, en ce qui concerne ces valeurs industrielles en général : le taux auquel elles sont capitalisées n'a pas la même signification que pour les valeurs à revenu fixe ; il ne faudrait pas déduire, par conséquent, de cette constatation que la hausse du taux de capitalisation n'est pas aussi générale qu'on veut bien le dire, car ce qui détermine le cours de ces valeurs c'est moins le revenu qu'elles donnent momentanément, que les perspectives de plus-values qu'elles sont susceptibles de réaliser.

(1) *Economiste français*, n° du 19 juillet 1913.

Nous donnerons cependant un aperçu des différentes variations subies par quelques grandes valeurs françaises au cours de ces dernières années : ces tableaux sont empruntés à l'étude de M. Maury (1).

ACTIONS DE CHEMINS DE FER

Paris-Lyon-Méditerranée

Années.....	1901	1905	1910	1911	1913
	—	—	—	—	—
Dividendes..	55	55	56	56	58
Cours.....	1.669.56	1.389	1.297	1.210	1.275

Orléans

Années.....	1901	1905	1910	1911	1913
	—	—	—	—	—
Dividendes..	38.50	59	59	59	59
Cours.....	1.653	1.408	1.382	1.250	1.300

Midi

Années.....	1901	1905	1910	1911	1913
	—	—	—	—	—
Dividendes..	50	50	50	55	55
Cours.....	1.303	1.709	1.149	1.094	1.100

Nord

Années.....	1901	1905	1910	1911	1913
	—	—	—	—	—
Dividendes..	»	72	72	72	74
Cours.....	»	1.782	1.705	1.634	1.675

(1) Maury : *Les Valeurs françaises depuis 10 ans*; Etudes, Statistiques.

Ouest

Années.....	1901	1905	1910	1911	1913
	—	—	—	—	—
Dividendes..	38.50	38.50	38.50	38.50	38.50
Cours.....	1.050	918	952	914	870

Est

Années.....	1901	1905	1910	1911	1913
	—	—	—	—	—
Dividendes..	35.50	35.50	35.50	35.50	35.50
Cours.....	1.029	953	1919	933	890

On constate dans ce tableau, une grande stabilité des dividendes parfois même un léger relèvement accompagnés d'une baisse des cours. Ces valeurs semblent donc avoir suivi une marche parallèle à celle des fonds d'Etat et des valeurs à revenu fixe leur taux de capitalisation s'est élevé.

Toutefois, pour ces valeurs, la constatation de ce phénomène doit être accompagnée de la remarque suivante : ces entreprises sont placées sous la dépendance directe de l'Etat (1) ; elles retirent de cette circonstance un certain prestige en raison de son appui et de son patronage ; mais, par contre-coup, elles sont soumises aux répercussions de la politique gouvernementale. Le Parlement s'estime-t-il le droit de leur imposer des charges nouvelles, le ministère d'intervenir dans les questions de discipline intérieure ? toute circonstance spéciale qui auront

(1) Aujourd'hui, à trente-huit, quarante deux ou quarante cinq ans de l'expiration des concessions, sauf pour le Midi, dont la concession dure jusqu'en 1960, les actions des

leur répercussion sur le taux de capitalisation de ces titres.

ACTIONS : EAUX, GAZ, ELECTRICITÉ

Compagnie Générale des eaux

Années.....	1901	1905	1910	1911	1913
Dividendes...	78	82	82	75	72
Cours.....	2.000	1.914	1.917	1.525	1.535

Thomson-Houston

Années.....	1902	1905	1909	1913
Dividendes...	25	25	30	31.25
Cours.....	688	837	724.90	780

Gaz central (Lebon)

Années.....	1901	1905	1910	1911
Dividendes...	60	60	60	—
Cours.....	1.287	1.321	1.551	1.705

Nous n'entreprendrons pas une étude détaillée des variations de cours des diverses Sociétés industrielles et commerciales ; une telle étude serait en dehors de notre sujet, car les variations de cours de ces différentes Sociétés, les changements de leurs taux de capitalisation tiennent à des causes qui sont particulières à chacune de ces valeurs.

Il résulte des diverses constatations faites au cours

grandes Compagnies de chemins de fer, sauf celles de l'Est, grâce au développement particulier de la métallurgie et des mines en Lorraine, ont peu de chances de bénéficier de notables augmentations de dividendes.

de cette étude statistique, que nous assistons réellement depuis une quinzaine d'années à un changement du taux général de capitalisation, qui se manifeste par la baisse des rentes d'Etat 3 o/o et 4 1/2 pour cent : ce fait est général, il n'est pas particulier à notre pays. Sur leurs plus haut cours cotés pendant les années 1896 et 1897, la baisse des fonds d'Etat à faible rendement est universelle ; par contre les fonds d'Etat à crédit discuté, ou à gros rendement sont en plus-value sensible sur leurs cours de 1897. Puis les titres à revenu variable, actions de Sociétés françaises sont en hausse dans des proportions énormes.

A quoi faut-il attribuer cet état de choses ? Quelles en sont les conséquences ? Ces questions feront l'objet de la troisième partie de notre étude, nous verrons que les raisons principales de ces mouvements sont d'ordre économique, financier, budgétaire, fiscal et politique : c'est d'abord l'influence des conversions de rentes sur les cours des grands fonds d'Etat, c'est l'influence des menaces fiscales, des dépenses budgétaires, l'influence du développement des relations commerciales et industrielles mondiales sur les cours des rentes et titres à revenu fixe ; concurrence des capitaux employés en rentes d'Etat avec ceux employés en titres industriels ; nécessité de se procurer des revenus plus élevés que ceux fournis par les rentes d'Etat pour satisfaire aux exigences, aux besoins, à la cherté de la vie.

TROISIÈME PARTIE

LES CAUSES. — LA DURÉE PROBABLE

CHAPITRE PREMIER

Influence du Développement des relations commerciales et industrielles mondiales. — Influence des conversions de rentes. — Concurrence des capitaux employés en rentes d'Etat, d'une part, avec ceux employés en titres industriels d'autre part.

Nous croyons avoir établi par les faits et les chiffres que nous avons apportés, qu'un mouvement très net de la hausse du taux de capitalisation s'était

manifesté depuis les années 1897 et 1898; ce mouvement s'est caractérisé par la baisse des fonds d'Etat et valeurs à revenu fixe.

D'après certains économistes contemporains, et notamment d'après M. Mourre (1): « le socialisme d'Etat, qui fait de grands progrès chez la plupart des peuples à développement industriel très avancé, ne serait pas étranger à ce mouvement ». Il ne nous semble pas, au contraire, qu'il faille exagérer l'importance de son action sur l'esprit des capitalistes; le fléchissement des cours des rentes d'Etat a été, en effet, à peu près le même pour tous les pays, dont la bonne gestion financière n'est pas discutée, malgré le développement inégal du socialisme dans ces divers Etats.

L'influence du développement du socialisme d'Etat ne nous paraît pas avoir eu sur le cours des rentes ou obligations à revenu fixe, l'influence que veulent voir ces économistes. Les divers emprunts des villes, à la suite de la municipalisation de certains services publics, municipalisation qui constitue, selon nous, une tendance socialiste, n'ont pas été conclus à des taux inférieurs au taux normal.

Il en est de même de l'emprunt récent réalisé par l'Etat français pour le compte de l'Ouest-Etat, qui, loin d'avoir été émis à un prix peu élevé, l'a été au taux de 4 o/o, taux élevé pour un emprunt de cette nature et qui a surpris le monde financier. Nous

(1) Conférence de M. Mourre à la Société d'Economie politique de Paris (précitée).

croyons montrer par cet exemple que les diverses manifestations du socialisme d'Etat, qui se sont produites ces dernières années, n'ont pas eu sur le taux de l'intérêt, l'influence que certains économistes ont cru pouvoir lui attribuer.

La hausse du prix (1) de la vie, qui n'a pas cessé de s'accroître depuis 1897, a déterminé aussi les porteurs de rente à vendre leurs titres à faible revenu, pour chercher des revenus plus élevés, ceci au détriment de la sécurité de leurs placements.

Jusqu'à l'année 1897, nous l'avons vu, la hausse des fonds d'Etat Européens à faible rendement avait amené l'ère des conversions, puis la « crise du revenu » ; successivement les rentes 5 o/o furent réduites en 4 1/2, en 3 1/2 et 3 o/o. Ces réductions

(1) En ce qui concerne la France, les statistiques de M. Levasseur nous fournissent des indications à ce sujet pour les denrées alimentaires ; les chiffres étant ramenés à 100 pour l'année 1895 qui paraît être le point de départ de la hausse, voici les résultats obtenus jusqu'en 1907 :

NOMBRES INDICES POUR LES DENRÉES ALIMENTAIRES :
D'APRÈS M. LEVASSEUR

Années	1895.....	100
—	1900.....	105
—	1901.....	106
—	1902.....	108
—	1903.....	108
—	1904.....	105
—	1905.....	109
—	1906.....	113
—	1907.....	116

d'intérêt, cette « crise du revenu » devaient avoir plusieurs conséquences :

1° Elles permettaient à des pays dont le crédit était discutable, mais dont les rentes anciennes ou nouvelles qu'ils émettaient, donnaient un rendement plus élevé, d'emprunter à des taux réduits et de se créer une clientèle parmi les capitalistes et rentiers des pays riches, disposant de nombreux capitaux ; la hausse des titres à revenu fixe, rentes et obligations, fut ainsi enrayée ; l'attention des capitalistes se porta sur les titres à revenu variable, les valeurs industrielles, financières, métallurgiques, ayant un passé honorable et connu.

2° La recherche des valeurs à revenu variable devait donner surtout un essor considérable à l'émission, la souscription et l'introduction de papiers que M. Neymarck a appelés « valeurs éruptives » (1). Ces papiers ont fait perdre à l'épargne française des capitaux énormes. « La folie des mines d'or, la frénésie du public, suivant une expression de Léon Say, pour tout « ce qui pouvait monter » sont dues, non seulement à des réclames exagérées et à des spéculations inouïes, mais pour beaucoup à une folie véritable du public qui voyait ses moyens s'accroître et désirait « gagner de l'argent » pour compenser la diminution des revenus que les conversions de rentes et la « crise du revenu » lui faisaient subir. »

(1) M. A. Neymarck : *La baisse des rentes et valeurs à revenu fixe*, Paris, 1912.

Les conversions (1) des rentes sur l'Etat qui, depuis 1880, et surtout depuis les grandes conversions de nos rentes 5 o/o et 4 1/2 o/o, ont eu lieu dans tous les pays, en France, en Allemagne, en Belgique, en Italie, soit qu'il s'agisse de conversions obligatoires, prévues, soit qu'il s'agisse de conversions automatiques, ont accentué encore la défaveur du public pour les placements en rentes d'Etat.

Après les grands pays, ce sont les Etats secondaires, dans les cinq parties du monde, qui, à leur tour, ont effectué des « conversions », opérations qui, pour la plupart, ont servi de nouveau prétexte à de nouveaux emprunts, gagés sur l'économie faite sur les emprunts convertis.

Les porteurs de rente d'Etat ont fait cette remarque, fondée, d'ailleurs, que, quand les rentes d'Etat que les Gouvernements émettent sont en

(1) En Angleterre : conversion du 3 p. 100 en 2 1/2 et 2 3/4 en 1884 et en 1888.

En France : conversion du 5 o/o en 4 1/2 en 1883 ; de l'ancien 4 1/2 et du 4 en 3 o/o en 1887. Conversion du 4 1/2 en 1894.

En Amérique, dans ces 30 dernières années, réductions successives de 6 p. 100 en 5 p. 100 en 4 1/2, puis en 4 p. 100, en 3 1/2 en 3 et même partie en 2 p. 100 des intérêts de leur immense dette contractée depuis la guerre de sécession.

Un grand nombre d'Etats : la Hongrie, la Belgique, la Hollande, les Etats scandinaves, la Prusse ; presque tous les pays allemands, divers cantons suisses, la Russie, le Brésil, le Chili, ont recouru de 1880 à 1888 au procédé des conversions de dettes publiques.

hausse, atteignent ou dépassent le pair, les emprunteurs s'empressent d'user de leur droit en convertissant leurs titres, c'est-à-dire en réduisant les intérêts; sauf à offrir aux porteurs le remboursement de leur capital, offres dont les rentiers usent rarement, car ils seraient aussi embarrassés d'employer les fonds qui leur seraient remboursés, que les Gouvernements eux-mêmes seraient embarrassés pour les leur payer, si tous les rentiers optaient pour le remboursement et refusaient la conversion. Si les rentes baissent, si le taux de l'intérêt s'élève, il faut abandonner les projets de conversion.

Des causes économiques, commerciales et industrielles expliquent encore pourquoi le public a mis et met moins d'empressement qu'autrefois à rechercher les titres à revenu fixe et les rentes d'Etat à faible rendement.

La conséquence de ces faits est que les capitalistes, pendant de longues années s'étaient contents d'un revenu modique en plaçant leurs fonds sur les rentes des grands Etats; ils ont donc tout d'abord été sollicités par des fonds d'Etat de second, troisième, quatrième ordre et par des titres de Sociétés industrielles et diverses leur offrant un intérêt plus élevé. Les grandes entreprises industrielles françaises ayant un vieux passé ont consolidé leur situation, en améliorant leur outillage, en constituant de grosses réserves pendant les années de prospérité et d'activité; grâce à leur prudente administration, elles sont devenues moins sensibles aux crises, qui, il y a dix, vingt, trente ans, les bouleversaient de fond en

comble et éloignaient d'elles, pour de longues années, les appuis financiers et les capitaux (1).

Les fonds disponibles des capitalistes se sont alors tout naturellement portés plus facilement qu'autrefois sur ces entreprises diverses, bien que leurs bénéfices et conséquemment leurs revenus soient variables ; ils n'ont plus recherché presque uniquement les rentes sur l'Etat et titres à revenu fixe.

Le développement des relations internationales et de l'économie politique mondiale devaient inévitablement provoquer ce mouvement et apporter de grandes modifications dans les idées des capitalistes et des rentiers.

La multiplication dans le monde entier des postes et des télégraphes, des moyens de crédit, des transports des individus comme des marchandises, l'augmentation du commerce international, des voies de

(1) C'est à cette conclusion que s'arrête M. Maury dans son livre : *Les valeurs françaises depuis dix ans*. « De ces recherches résulte la confirmation de ce fait : qu'il existe de nombreuses valeurs françaises offrant, en même temps que des progressions du plus haut intérêt, des garanties de premier ordre. Les Sociétés que nous avons envisagées, ou du moins la plupart d'entre elles, versent depuis une dizaine d'années, des dividendes progressifs protégés par une marge assez large de profits. Et ces profits non distribués servent à éteindre les dépenses improductives (frais de constitution, etc.), à renouveler les installations et l'outillage, à consolider et accroître l'actif ; de sorte, que le solde net résultant de l'excédent de cet actif réel sur les exigibilités, est d'une valeur plus grande — beaucoup plus grande souvent que le capital social »

communication, ont rapproché les pays les uns des autres ; les contrées les plus éloignées de France, d'Angleterre, d'Allemagne, des Pays-Bas, d'Autriche-Hongrie, d'Italie, c'est-à-dire des pays à ressources financières, commerciales, industrielles, nombreuses et variées, mais qui n'étaient, il y a peu d'années encore, qu'une expression géographique, pour les détenteurs de capitaux, ont noué des relations plus commodes, plus rapides et plus faciles que n'en possédaient entre eux les pays européens, il y a quarante, trente ou vingt ans.

Ces contrées, jadis presque oubliées, inconnues, sont entrées, peu à peu, au courant de ce que nous appelons la « civilisation » moderne des vieux pays, du vieux continent. Elles ont voulu et veulent avoir des routes, des canaux, des chemins de fer, des armes et des munitions de guerre, une armée et une marine. Les capitaux leur faisaient défaut, elles ont bien vite appris à emprunter, et elles ont bénéficié des moyens de crédit et des capitaux de la vieille Europe, elles ont sollicité, et elles ont trouvé partout des prêteurs avec d'autant plus de facilités qu'elles donnaient des intérêts plus rémunérateurs.

La France a aujourd'hui des intérêts commerciaux et financiers dans les cinq parties du monde. La France est commanditaire de partout ; elle a semé ses capitaux dans tous les pays. De grandes banques ou des succursales de grands établissements financiers européens se sont établies, aux Etats-Unis, en Afrique, en Asie, en Océanie, dans toutes les colonies européennes. Le commerce et l'industrie ont

cherché partout des débouchés, au dehors, les capitaux ont suivi le même chemin.

Les progrès de la science ont accru les moyens de crédit. Un commerçant, un industriel, un banquier peut de son cabinet recevoir, presque instantanément des nouvelles télégraphiques et téléphoniques de tous les grands centres commerciaux et financiers ; presque en même temps, il peut, sur ces mêmes places donner des ordres d'achats, de ventes, de paiements. Les prix de marchandises comme ceux des valeurs internationales se trouvent en quelque sorte nivelées, grâce à la facilité avec laquelle on peut, par des achats ou des ventes immédiates, rétablir un équilibre normal entre les cours (1) des diverses places ; la télégraphie sans fil ajoute encore à ces progrès scientifiques. Cette facilité et cette rapidité ont créé un nouveau moyen de crédit et de compte dont la dénomination en dit long : « par câble transfert ».

(1) « Peu à peu, on arrive à s'entendre pour que les marchés de valeurs mobilières appelés Bourses, fonctionnent à des heures qui permettent aux banquiers, aux professionnels d'effectuer sur chacune d'elles des opérations simultanées, de connaître les tendances de tel ou tel marché avant d'opérer sur tel autre.

« Quand à midi, à la Bourse de Paris, sonne le coup de cloche d'ouverture, il est 1 h. 5 à Berlin et 2 heures à Saint-Petersbourg. A l'entrée en bourse, à Paris, on connaît, et d'une manière assez précise, les dispositions générales et l'allure des bourses des pays à l'Est, l'Allemagne, l'Autriche et la Russie. » (M. A. Neymarck : « *La statistique internationales des valeurs mobilières*, IX^e Rapport, La Haye, 1911.)

La nécessité de se procurer des revenus plus élevés que ceux fournis par les rentes d'Etat devait donc faire naître une vive concurrence des capitaux, entre les fonds d'Etat et les titres à revenu fixe et ceux à revenu variable, comme les actions des Sociétés de crédit, les Sociétés commerciales, industrielles, métallurgiques, minières, ou de transport.

Cette concurrence a été rendue d'autant plus facile que par suite du développement des relations financières internationales, les Etats ne sont plus seuls à emprunter les uns aux autres, c'est-à-dire aux capitalistes des autres pays, mais les entreprises et Sociétés industrielles d'un pays font appel directement, ou indirectement aux capitalistes des autres pays et trouvent chez eux et au dehors les fonds et le crédit qui leur sont nécessaires.

A l'appui de cette assertion, on peut citer les faits indiqués par M. Renaud (1) à une discussion de la Société d'Economie politique de Paris. M. Renaud a, en province, il y a quelques années, vu des portefeuilles de petits rentiers composés de rentes, d'obligations de chemins de fer; or, maintenant ces mêmes portefeuilles sont composés de titres du Maroc, du Canada, etc. (2). Il s'est donc produit ces dernières

(1) M. Renaud : Discussion de la Société d'Economie politique de Paris, séance du 5 mars 1913.

(2) D'après les statistiques de M. A. Neymarck sur les 330 à 335 milliards de titres mobiliers, fonds d'Etat compris, que possédaient fin 1910 les nationaux de la Grande-Bretagne, de la France, de l'Allemagne — sans compter les Etats-Unis, la Russie, l'Autriche-Hongrie, l'Italie, le

années, une vulgarisation financière qui a poussé nombre de porteurs de titres de vieux Etats à s'en défaire.

Et c'est ainsi que se justifie une fois de plus la vérité de cette parole d'Adam Smith : « Le propriétaire d'un bien immobilier est attaché au pays où se trouve sa propriété, le propriétaire d'un bien mobilier est citoyen du monde ».

Japon, etc., — la Grande-Bretagne possède plus de 85 milliards placés en fonds et titres étrangers et dans ses colonies ; la France 40 milliards environ ; l'Allemagne 20 à 25 milliards.

CHAPITRE II

Les causes de l'élévation du taux de l'intérêt d'après les Economistes

Au cours d'une séance de la Société d'Economie Politique de Paris, dont nous avons déjà parlé, diverses opinions intéressantes ont été émises, sur les causes de l'élévation récente du taux de l'intérêt.

D'après (1) M. Saugrain, pour étudier le taux de l'intérêt, il faut voir de quoi il se compose; il entre dans la fixation du taux de l'intérêt :

1^o Un coefficient de risque; si on place sur un Etat sûr, en rente anglaise par exemple, on aura beaucoup plus de chances d'être payé que si on place dans un pays à finances avariées; mais si ce dernier pays s'améliore, le taux de l'intérêt baisse, la rente s'élève.

(1) M. Saugrain : Discussion à la Société d'Economie Politique de Paris. Séance du 5 mars 1913.

2^o L'importance de l'épargne; c'est ici une explication de la loi de l'offre et de la demande;

3^o La grande production du capital amène une baisse du taux de l'intérêt. Quand tout renchérit, il est naturel qu'on donne la préférence aux actions, valeurs à revenu variable, sur les obligations, valeurs à revenu fixe.

D'après M. Artaud (1), il convient de remarquer surtout que, ces dernières années, il s'est fait une grande consommation de capitaux, par suite des guerres et des mauvaises récoltes. De plus, le coût des lois d'assistance, les craintes pour les capitaux ont contribué aussi à élever le taux de l'intérêt. Quand le revenu est le même, on ne perd pas au phénomène, a-t-on dit, et cela est vrai, mais quand on n'est pas obligé de réaliser; dans le cas contraire, la quantité des capitaux continue à diminuer. La situation actuelle des fonds d'Etat est un peu tributaire de toutes ces causes.

M. Ehrlich (2) observe que l'emploi fait par les Etats de leurs finances influe sur le taux de l'intérêt. Avant la guerre japonaise, les fonds d'Etat russes, anglais, autrichiens, allemands étaient bien tenus parce qu'on employait les fonds de manière productive. Depuis cette guerre, la situation s'est modifiée parce que les Etats se sont lancés dans les armements

(1) M. Artaud : Soc. Econ. Polit., Paris, 5 mars 1913.

(2) M. Ehrlich : Soc. Econ. Polit., Paris, 5 mars 1913.

énormes qui ont amené une consommation improductive de capitaux.

D'après M. Vidal (1), l'argent est sollicité par des Etats et des entreprises privées. Les premiers donnent des revenus fixes, les autres des revenus variables ou rien du tout. Les valeurs à revenu variable ont été émises à des taux élevés, les résultats ne répondent pas à l'attente, on frémit, on trouve qu'il est grave de mettre son argent dans l'industrie, on se tourne vers les fonds d'Etat plus sûrs. Il y a une sorte de balancement dans les cours des divers fonds. L'étatisme, à force d'avoir accru ses budgets, met non en péril le coupon, mais inspire des craintes aux porteurs.

Peu à peu, les épargnants en fonds d'Etat sont pris de peur. L'une des causes évidentes de la hausse du taux de l'intérêt, ce sont les exagérations de l'armement, le poids des lois sociales, les industries d'Etat. Les rentes d'Etat baissent parce que les Etats ont les crédits qu'ils méritent. Les Etats n'ont pas à accuser l'exode des capitaux pour justifier la baisse ; ils n'ont qu'à s'accuser eux-mêmes.

M. R.-G. Lévy (2), constate que les fonds d'Etat sont évidemment gouvernés par les grandes lois qui régissent le taux de l'intérêt, mais ils n'obéissent pas à une même loi. Il ne faut pas trop vivre sur le passé et l'ordre dans lequel on classe les pays n'est pas immuable, ils se conduisent bien ou mal, ils changent

(1) M. Vidal : Soc. Econ. Polit., Paris, 5 mars 1913.

(2) M. R. G. Lévy : Soc. Econ. Polit., Paris, 5 mars 1913.

de richesse et surtout de gestion financière. Il y a bien des éléments qui modifient la situation des Etats. La rente italienne 3 1/2 est aujourd'hui très près du pair, elle n'a pas cédé à la baisse ambiante (1).

Pourquoi cette situation exceptionnelle ? C'est qu'il y a eu des raisons spécifiques beaucoup plus fortes que la cause générale de baisse. Ces raisons sont de nombreux budgets en excédent, et jusqu'ici pas d'emprunts même pour la guerre de Tripolitaine. Si au contraire on voit baisser les fonds de pays considérés de premier ordre, parce qu'ils ont une forte épargne, c'est que la dette de ces pays augmente ou est menacée d'augmentation. Donc, conclut M. Lévy, les fonds d'Etat sont loin d'obéir à une loi générale du taux de l'intérêt.

Telle n'est pas l'opinion de M. Zadocks (2), qui, pour expliquer la hausse des fonds italiens, dit qu'elle s'explique par les capitaux que les émigrants italiens envoient ou apportent dans leurs pays d'origine et placent en fonds d'Etat. En Italie le public a acheté le fonds national, tandis qu'en Allemagne, les habitants préfèrent les fonds industriels. Il y a là une mentalité du public qui varie suivant les pays et dont il faut tenir compte.

M. d'Eichtal (3) remarque qu'il y a peu d'Etats qui aient été encourageants pour les rentiers. Par

(1) Nous avons déjà parlé, dans la 2^e partie de cette situation exceptionnelle de la rente italienne.

(2) M. Zadocks : Soc. Econ. Pol., Paris, 5 mars 1913.

(3) M. d'Eichtal : Soc. Econ. Pol., Paris, 5 mars 1913.

des impôts sur les coupons ou des restrictions de revenus au moyen des conversions, les porteurs de fonds d'Etats ont été découragés.

Depuis quelques années, il y a eu assagissement des Etats, mais la raison de baisse n'en existe pas moins, d'autant mieux que l'industrie, par contre, donne en général des dividendes croissants.

M. Deschamps (1), signale deux raisons concurrentes, quoique contradictoires, qui, suivant lui, expliquent en une certaine mesure le phénomène actuel. La tendance à la hausse du taux de l'intérêt a pour cause une grande crainte qui se traduit, par la thésaurisation. La thésaurisation, qu'on considérerait comme une chose archaïque, se produit de nouveau sur une échelle extrêmement large. Cette crainte est soutenue par un espoir, celui des grands emprunts qui vont suivre la guerre balkanique et qui se feront pense-t-on à un taux d'intérêt inconnu.

M. Leroy-Beaulieu (2) qui, s'est particulièrement occupé des questions du taux de l'intérêt, qui, dans ses ouvrages, a toujours été partisan de la thèse de la baisse de l'intérêt, sur laquelle nous reviendrons d'ailleurs au cours de cette étude, présente quelques observations. Si l'on veut, dit-il s'expliquer les causes du changement survenu dans la situation des fonds d'Etat, il faut se replacer à l'époque où ils cotaient les plus hauts cours, à savoir, il y a une

(1) M. Deschamps : Soc. Econ. Pol., Paris, 5 mars 1913.

(2) M. Leroy-Beaulieu, Soc. Ec. Pol., Paris, 5 mars 1913.

vingtaine d'années. L'idée d'une grande guerre européenne était alors éloignée de tous les esprits. Le débouché pour les capitaux s'était restreint. Les débâcles de l'Argentine et du Brésil avaient fermé ces pays aux placements et l'Orient n'empruntait guère. Or, depuis 1871, jamais le monde civilisé ne s'est trouvé plus qu'à l'heure actuelle, dans une période de grande perplexité. Les guerres se succèdent depuis quinze ans ; guerre hispano-américaine, en 1898 ; guerre de l'Afrique du Sud, de 1899 à 1902 ; guerre russo-japonaise, en 1904 et 1905, une des guerres les plus importantes que puisse enregistrer l'histoire ; enfin la guerre des Balkans d'un intérêt également considérable, en 1912 et 1913, c'est une succession quasi ininterrompue.

D'autre part, en Europe, il y a des menaces de guerre constantes ; voyage de l'empereur Guillaume à Tanger, Algésiras, Agadir. On procède à des armements colossaux. Les faits, comme la mentalité et les prévisions, sont donc complètement changés, le sentiment de sécurité s'est évanoui.

M. Mourre, comme nous le verrons plus loin, a insisté sur l'épargne, qui peut ne s'être pas ralentie, mais il y a des destructions de capitaux et elles ont été énormes.

D'un autre côté, il y a eu des demandes, énormes aussi, de capitaux de la part de l'Argentine, du Brésil, des Etats-Unis, de l'Extrême-Orient ; toutes les contrées du globe demandent à renouveler, à étendre démesurément ou à constituer leur outillage ; la demande de capitaux de ce chef est colossale. Il y a

en outre des découvertes, celle des applications électriques notamment ; l'essor des mines de toute nature.

En même temps, que les pays neufs s'améliorent et inspirent plus de confiance durant les dix dernières années, les vieux grands pays ont fait tout ce qu'ils ont pu pour porter préjudice à leur crédit (1). Voici par exemple les Anglais ; leurs Consolidés ont toujours été soumis à l'impôt sur le revenu, mais sous la reine Victoria, au temps de Gladstone, son taux était faible, 0,80 à 1,20 0/0 ; depuis, il a sextuplé. Les étrangers, qui en étaient exemptés, en sont frappés. En outre, ils ont mis des droits de succession extravagants et une convention entre l'Angleterre et la France aboutit à un double droit de succession.

La « montée socialiste » (2) est également de nature à donner des craintes aux capitalistes dans les vieux pays. On se demande si les fonds publics des grands pays d'Europe offrent beaucoup plus de sécurité que les fonds publics des principaux pays neufs ; par exemple, le Gouvernement fédéral argen-

(1) C'est là une idée sur laquelle M. Leroy-Beaulieu revient à plusieurs reprises dans *l'Economiste français*.

« En même temps s'est produit un phénomène sur lequel on ne s'étend pas assez et qui est pour beaucoup dans la situation présente ; les Gouvernements des deux mondes montrent une hostilité de plus en plus déclarée contre : la malheureuse richesse acquise ». *Economiste français* du 11 juin 1913.

(2) C'est l'expression même dont se sert M. Leroy-Beaulieu.

tin, paye de bons intérêts depuis longtemps ; l'industrie est prospère dans le monde entier, l'esprit de spéculation s'est très répandu. Les gens veulent avoir des valeurs qui montent et on ne se préoccupe pas du revenu.

M. Mourre (1), dans la conférence dont nous avons déjà parlé, recherchant les causes susceptibles de faire varier le taux de l'intérêt, arrive aux conclusions suivantes.

« Une seule cause, dit-il, peut le faire hausser ou baisser d'une manière appréciable, c'est l'épargne. Comment la productivité du capital peut-elle varier, si on se borne à des travaux d'entretien, sans adjonction nouvelle ? Le capital fixe, producteur ne subissant aucune modification restera immuable et son rendement ne pourra changer. Mais on ne peut faire de travaux neufs sans épargner ».

C'est une vérité bien connue.

La cause presque unique des variations du taux de l'intérêt est donc l'épargne.

La productivité du capital se modifie sans doute sans qu'il y ait épargne ; des mines s'épuisent, la fertilité de certaines terres diminue, on adopte parfois des méthodes de culture nouvelles, plus rémunératrices ; mais se sont là des faits isolés, sans une très grande portée au point de vue général.

L'épargne, qui crée de nouvelles entreprises, modi-

(1) Conférence à la Société d'Economie Politique de Paris.
Séance du 5 mars 1913.

fie donc le taux de l'intérêt. Mais son influence se manifeste-t-elle dans le sens de la hausse ou de la baisse, il faut distinguer.

Les travaux neufs peuvent se diviser en deux groupes :

1^o Ceux qui sont destinés à fonder des entreprises de même nature que celles précédemment créées, c'est-à-dire appelées à faire progresser l'humanité d'une manière que l'on peut appeler « extérieure ».

2^o D'autres travaux neufs, au contraire, servent à des perfectionnements scientifiques qui augmentent la productivité des capitaux fixes déjà créés antérieurement : par exemple, la découverte d'un engrais chimique rend la terre plus fertile. Cette catégorie de travaux neufs constitue donc un progrès que l'on peut désigner par le mot « intérieur ».

Le progrès intérieur fait donc hausser le rendement du capital, le taux de l'intérêt.

Le progrès extérieur agit dans une direction qui dépend de la productivité des entreprises nouvelles créées.

Si elles sont plus rémunératrices que les anciennes, le taux de l'intérêt augmente ; si elles sont moins productives, il baisse.

La loi de la rente, en effet, peut avoir une portée très étendue et s'appliquer à toutes les variétés d'entreprises.

Non seulement les dernières terres mises en valeur peuvent être les moins fertiles, mais une seconde ligne de chemin de fer peut donner des bénéfices moindres que la première.

La loi de la rente, du reste, n'est qu'une hypothèse plausible souvent démentie dans la pratique. Les terres mises en culture dans les pays neufs se sont montrées fertiles. De même, certaines entreprises industrielles récemment créées ont été spécialement productives. Cependant, à certaines époques de l'histoire économique, la loi de la rente a joué. Ainsi dans la période 1880-1899, on a construit aux Etats-Unis de nouvelles lignes moins rémunératrices que les anciennes. Ce qui le prouve, c'est le fléchissement du revenu par mille, non seulement net, mais brut. Pendant les quatre années 1880-1883, la recette brut par mille est supérieure à 7.000 dollars.

En 1884, elle fléchit au-dessous de ce chiffre qu'elle ne reconquiert, qu'en 1889. Le déclin dans l'intérêt des chemins de fer vient du nombre trop important de milles construits, surtout de 1880 à 1890.

Le développement économique s'affirme donc au moyen de deux sortes de progrès : le progrès intérieur et le progrès extérieur.

Le progrès intérieur fait hausser le taux de l'intérêt ; le progrès extérieur le fait tantôt hausser, tantôt baisser.

En examinant ce qui s'est passé à l'époque actuelle, on trouve que l'intérêt a progressé ; la preuve en est que les fonds d'Etat ont fléchi, sans que leur déclassement, par rapport aux valeurs industrielles, puisse expliquer d'une manière complète ce mouvement rétrograde. Le revenu des fonds d'Etat, qui

sont une simple catégorie du capital en général, doit en effet s'élever avec le revenu de celui-ci.

Est-ce donc le progrès extérieur qui est cause de la hausse du taux de l'intérêt ? Est-ce, au contraire, seulement le progrès intérieur, ou en d'autres termes, scientifique ? Il est hors de doute que l'essor scientifique a pris, pendant ces dernières années une grande puissance et que la technique industrielle et agricole, s'est enrichie de nombreuses découvertes.

Donc, première cause de hausse du taux de l'intérêt. Mais il paraît probable, également, que le progrès extérieur a été fécond et que les nouveaux capitaux fixes créés ont été plus rémunérateurs que les anciens. Les pays neufs, tels que les Etats-Unis, le Mexique, le Brésil, l'Argentine, l'Egypte, l'Algérie, les pays balkaniques, l'Asie ont vu se développer sur leur sol des entreprises très prospères. Comme exemple particulièrement frappant, on peut citer les plantations de caoutchouc dont un certain nombre donne du cent pour cent.

La hausse du taux de l'intérêt, qui a eu lieu depuis 1897, est donc venue du progrès intérieur et du progrès extérieur.

Le taux élevé de l'intérêt favorise-t-il l'épargne ? Oui, car plus les revenus du capital sont importants, plus il est facile d'en réserver une partie en vue des travaux neufs. Par suite, dans les pays où le taux de l'intérêt est élevé, comme aux Etats-Unis, on épargne beaucoup, non pas sans doute en pratiquant l'épargne directe, sur une aussi large échelle qu'en

France, mais au moyen d'amortissements industriels.

Plus l'épargne, ce grand facteur du développement économique, s'emploie à créer des œuvres répondant à un besoin, plus elle est rémunératrice.

Par suite, les personnes qui s'enrichissent rendent des services éminents à leurs concitoyens et ne doivent pas être punis par des mesures fiscales agressives. M. Mourre critique ainsi le projet de loi sur l'enrichissement dont M. Jean Javal est l'auteur. L'impôt sur le revenu en recherchant la fortune réelle, frappe également les revenus qu'on épargne, tandis que le système actuel impose seulement les signes extérieurs, c'est-à-dire, la consommation. Cependant celui qui épargne en augmentant la richesse nationale rend de plus grands services à son pays que celui qui se borne à consommer.

Le commerce très actif est une cause nouvelle du relèvement du taux de l'intérêt au cours de ces dernières années (1). Dans une période d'essor, le capi-

(1) A aucune époque, le mouvement commercial international n'a été plus considérable quelles que soient les discordances des statistiques commerciales et leurs déféctuosités dans les divers pays.

M. Neymarck, indique dans son rapport à La Haye, que M. le professeur von Nenmann-Spallart, avait essayé d'évaluer le montant des importations et exportations de tous les pays du monde pour l'année 1889, il était arrivé au chiffre de 93 milliards. En adoptant ses mêmes méthodes d'évaluations et sous les réserves qu'il faut toujours exprimer en de semblables calculs, le commerce international de ces mêmes pays dépasserait aujourd'hui 130 milliards. Il aurait ainsi augmenté de 37 milliards depuis 1889.

tal trouve son rendement augmenté passagèrement parce que l'on force la production et parce qu'on écoule les stocks anciens qui viennent s'ajouter aux quantités annuellement produites. Mais si les travaux seuls sont peu rémunérateurs, cette poussée industrielle est suivie d'une baisse de l'intérêt au-dessous de la normale.

Après une période prospère, où beaucoup d'entreprises nouvelles ont été créées, le taux de l'intérêt peut, soit progresser soit fléchir : on peut dire que l'activité commerciale se prolonge et se répète à intervalles rapprochés ; elle doit être probablement stimulée par un taux d'intérêt élevé.

M. Mourre poursuivant son étude se demande comment agit l'accroissement de la population sur le taux de l'intérêt ? Tout dépend des travaux neufs, que suscitera cet accroissement. S'ils sont moins rémunérateurs que les anciennes entreprises, l'intérêt baisse. s'ils sont plus productifs, il s'élève. Mais il faut tenir compte de ce que plus la population sera nombreuse, la qualité de ses éléments respectifs, bien entendu, restant la même, plus les inventeurs seront nombreux, et plus le progrès intérieur sera stimulé. Ainsi en principe un accroissement de population favoriserait la hausse de l'intérêt.

D'après M. Rist, la cause de la hausse du taux de l'intérêt est la hausse des prix (1) ; nous étudierons avec quelques détails cette théorie.

(1) M. Charles Rist : La hausse du taux de l'intérêt, *Revue Economique Internationale*, mars 1933.

Après avoir montré la hausse de l'intérêt, par des tableaux statistiques : M. Rist constate que le phénomène est caractérisé par sa généralité et sa simultanéité. Mais il ne suffit pas de constater, il faut expliquer ; or, jusqu'à présent, les explications font défaut.

On a dit par exemple que les rentes avaient baissé parce que le public les avait vendues pour se porter sur les valeurs industrielles ; mais ces valeurs industrielles sont anciennes, depuis longtemps les revenus qu'elles donnent sont supérieurs à ceux des fonds d'Etat ; or, ce n'est que très récemment que le public les considère avec faveur ; ce qui semble l'expliquer : c'est la différence frappante entre nature des revenus industriels avant et depuis 1895.

Jusqu'à cette année 1895, le public se portait sur les rentes d'Etat, parce qu'elles présentaient deux qualités essentielles : 1) la sécurité, 2) la régularité. Or, depuis cette époque les titres industriels semblent bien avoir acquis ces deux qualités.

Si l'on dresse un tableau des dividendes depuis trente ans des principales valeurs métallurgiques, minières et de banques, on constate une différence frappante de tendances pendant la période 1881-1895 et pendant la quinzaine d'années suivantes 1895-1910. Pendant la première période, ascension très lente du dividende et grande irrégularité, les hausses étant constamment interrompues par des baisses ; pendant la deuxième période, au contraire, ascension rapide et considérable du dividende jointe à une régularité presque parfaite.

TABEAU DES DIVIDENDES (1)
de 1881 à 1910, des principales Sociétés de Banque
de Métallurgie et de Mines françaises.

(Les signes + et — indiquent les augmentations ou diminutions d'une année à l'autre)

ANNÉES	BANQUES (2) Dividendes additionnés de 10 banques	NOMBRES proportion- nels (3)	MÉTALLURGIE (4) Moyenne des dividendes de 10 établissem. métallurgiques	NOMBRES proportion- nels (3)	ROULLIÈRES		Index des prix en France en prenant pour bas l'année 1881
					Dividende de 10 houillères	Nombres proportion- nels (3)	
1881	349	100	45.7 8 ét.	100	2.225	105	100
1882	— 359	97.1	— 43.4 10 ét.	94.9	+ 2.450	110	— 97
1883	— 338	96.9	— 38.9	85.1	+ 2.697	121	— 94
1884	— 316	90.6	— 24.2	32.9	— 2.309	106	— 86
1885	— 300	83.9	— 17.3	37.8	— 2.305	103.55	— 84
1886	— 294	84.2	— 16.6	36.2	— 2.203	99	— 85
1887	+ 322	92.2	— 16	35	+ 2.225	100	— 78
1888	+ 328	94	+ 16.5	36.1	+ 2.291	103	+ 82
1889	— 325	93.1	+ 21.5	47.1	+ 2.669	119	+ 85
1890	+ 336	96.2	+ 22.2	48.6	+ 4.382	197	— 85
1891	— 310	88.8	+ 29.2	63.2	— 3.684	163	— 83
1892	— 288	82.6	+ 31.7	75.8	— 3.156	141	— 81
1893	— 253	73.3	+ 37.5	82	— 2.496	112	— 80
1894	— 250	71.6	— 36.7	80.2	— 2.378	106.5	— 73
1895	— 236	67.6	— 32.2	70.4	— 2.364	106	— 72
1896	— 233	66.7	+ 37.6	82.2	+ 2.578	115	70
1897	+ 234	67.1	+ 38.2	83.6	+ 2.823	127	+ 70
1898	+ 259	74.2	+ 40.7	89	+ 4.181	188	+ 73
1899	+ 279	79.8	+ 48	105	+ 5.134	235	+ 79
1900	+ 288	82.4	+ 53	116	+ 5.274	326	+ 84
1901	+ 305	87.3	— 51.2	112	— 6.989	314.2	— 80
1902	+ 309	88.5	— 49.5	108	— 6.306	284	— 79
1903	+ 317	90.8	+ 49.7	108.5	+ 6.976	314	+ 80
1904	+ 341	97.7	+ 51.7	113	+ 6.383	286	— 79
1905	+ 351	100.5	+ 54.5	118	+ 6.698	305	+ 83
1906	+ 361	103.4	+ 56	122	+ 7.274	326	+ 89
1907	+ 372	106	+ 60.2	131	+ 8.989	404	+ 91
1908	+ 386	110	+ 61	132	— 8.506	382	— 87
1909	+ 413	118	+ 61	132	— 7.917	356	+ 89
1910			+ 63.5	138	+ 8.120	366	+ 91

(1) Tableau emprunté à M. Rist, *La Hausse de l'Intérêt*.

(2) Ces sociétés sont : Crédit Lyonnais, Société Générale, Crédit Industriel et Commercial, Société Marseillaise, Banque de Paris et des Pays-Bas, Crédit Foncier, Banque d'Algérie, Banque d'Indo-Chine, Compagnie Algérienne, Sous-Comptoir des Entrepreneurs.

(3) Ces nombres ont été calculés en prenant pour base dans chaque colonne l'année 1881, de manière à les rendre comparables.

(4) Ces établissements sont : Forges de Denain et Anzin, Ateliers et Chantiers de la Loire, Commentry-Fourchambault, Chatillon-Commentry, Marine et Homécourt, Aciéries de Longwy, Chantiers de la Méditerranée, Forges et Aciéries du Nord et de l'Est, Montataire, Creusot.

Les années 1897 à 1900 ont été pour toutes les nations une ère d'exceptionnel essor, et on sait, d'après la loi économique établie par M. Neymarck (1) qu'en de tels moments, les rentes souffrent de la défaveur du public.

Ce qui est curieux, c'est que la crise une fois survenue et l'essor arrêté, la défaveur ait persisté ; à partir de 1903 environ, les cours des rentes et des obligations, au lieu de remonter, ont continué après une légère interruption à décroître. L'explication du phénomène se trouve précisément dans la rapidité avec laquelle les dividendes industriels ont repris leur ascension.

M. Rist fait remarquer d'ailleurs que l'allure des dividendes, avant et depuis 1895, est absolument parallèle à l'essor économique qui s'est manifesté depuis cette date ; en un tableau saisissant il le prouve ;

Voici les chiffres du commerce extérieur, empruntés au « Bulletin de la statistique générale de la France ».

	1881	1895	1910	
Allemagne.....	5.990	7.438	16.408	(millions de marks)
Belgique.....	2.932	3.065	7.137	(— francs)
Royaume-Uni..	694.105	702.522	1.212.403	(millions de livres)
Etats-Unis.....	6.534	1.524	3.258	(millions de dollars)
France.....	8.424	7.093	13.407	{ — francs)

D'où il ressort que les augmentations (ou les diminutions) de ce commerce, par rapport à l'année ini-

(1) Nous avons indiqué cette loi au cours de la II^e partie de notre étude.

tiale de chaque période, ont été les suivantes :

	Période 1885 à 18 5	Période 1895 à 1910
Allemagne (1).....	+ 12 0/0	+ 121 0/0
Belgique (1).....	+ 0.02 »	+ 132 »
Royaume-Uni (2)	+ 0.01 »	+ 72 »
Etats-Unis (1)	— 2 »	+ 113 »
France (1)	— 16 »	+ 89 »

Un autre symptôme est la multiplication des titres industriels offerts à l'épargne ; pour les dix banques dont les dividendes ont été cités, la période 1895-1910 offre de constantes augmentations de capital — presque toutes à partir de 1899 ; — on en compte 16, représentant au total une émission de 966.000 actions. Dans la période antérieure 269.000 actions seulement avaient été émises en cinq fois : la Société Générale, par exemple, avait 19.000 actionnaires en 1900, neuf ans après, à la suite de quatre augmentations successives de capital, ce nombre avait plus que triplé et s'élevait à 68.000.

En ce qui concerne la métallurgie, les obligations ont été émises en plus grand nombre que les actions, ces titres rémunérés en général à 4 0/0 ont bénéficié de l'engouement du public ; leur hausse s'oppose à la baisse des obligations de chemins de fer et de villes.

Les houillères françaises se sont développées dans les mêmes proportions ; le nombre d'obligations émises par les Sociétés de ce bassin si important n'a

(1) Commerce spécial, métaux précieux non compris.

(2) Commerce général.

pas dépassé 40.000 dans la période 1881 à 1895. Par contre, depuis 1895, on en voit émettre plus d'un million (dont l'immense majorité dans ces dix dernières années).

Au total, on peut résumer qu'un ensemble d'emprunts, d'une valeur approximative de 500 millions, a été réalisé dans cette deuxième période.

Ces émissions diverses étaient pour le public autant d'occasions offertes pour des placements rémunérateurs, mais en même temps les actions, qui atteignaient des prix considérables et inaccessibles à la majorité des capitalistes, étaient mises plus à la portée de toutes les bourses par leurs divisions en dixièmes. Il ne faut pas oublier non plus que les dividendes s'étaient accru dans les mêmes proportions que les cours des actions ; c'est ainsi que les 10 houillères citées par M. Rist rapportaient 3.048 fr. en 1881, 5 765 en 1895, et 17.264 en 1910. On voit bien là le contraste économique des deux époques : avant et après 1895.

M. Rist explique alors à la faveur de cet exposé, le mécanisme de la baisse des fonds d'Etat et la hausse de l'intérêt.

Le brillant essor économique qui a commencé vers 1897 a habitué le public à un revenu plus élevé de ses placements ; tout le monde, en effet avait voulu profiter de l'essor industriel en achetant des actions ou des obligations industrielles promettant un rendement élevé ; le public fut rendu moins défiant même à l'égard des valeurs étrangères ou exotiques, et dès 1900 M. G. Cadoux prévoyait cette évolu-

tion (1). — « La somme de sécurité, disait-il, procurée à l'épargne par le placement, en titres garantis par l'Etat ou par les communes, n'augmentera plus, elle ne peut pas augmenter. »

Mais l'insécurité des placements sous forme d'actions et d'obligations de Sociétés particulières diminuera de plus en plus, de sorte que la différence entre les titres des Etats et des Villes et ceux des grandes Sociétés industrielles et commerciales deviendra trop minime au point de vue de la sécurité des capitaux prêtés, pour qu'un écart appréciable subsiste entre le prix du loyer de l'argent emprunté par les gouvernements ou les municipalités et celui emprunté par de puissantes associations anonymes.

Il ne faut pas chercher à expliquer les goûts nouveaux du public, par son désir d'une plus grande aisance, par l'aiguillon de la vie chère, c'est dit M. Rist « mettre la charrue avant les bœufs ». Il est clair, en effet, que les prêteurs n'auraient jamais pu obtenir un intérêt plus élevé, si les emprunteurs n'avaient été en mesure de les rémunérer plus avantageusement grâce à un surcroît de profit.

Une autre explication à rejeter, selon M. Rist, qui cependant a été donnée par des économistes réputés et distingués, est celle qui voit dans la politique la cause de tout le mal ; l'épargne irait, d'après ces économistes, aux valeurs industrielles et gouvernements exotiques moins en raison de leurs avantages directs que, par répulsion à l'égard des fonds d'Etat ; le

(1) Cadoux : *Les finances de la ville de Paris*, 1900, p. 334.

rentier serait alors semblable à l'électeur qui vote presque toujours contre quelqu'un; les capitalistes manifesteraient ainsi, contre les attaques des gouvernements des grands Etats européens; en France contre les menaces d'impôt sur le revenu; en Allemagne contre l'abus des emprunts; en Angleterre contre le radicalisme de M. Lloyd George. Cette explication a été particulièrement soutenue par M. Marchez (1), le rédacteur de la semaine financière du *Temps*, et aussi par M. Leroy-Beaulieu, qui a toujours donné cette explication, comme étant l'une des causes du fléchissement des fonds publics, il écrivait en effet (2): « Une raison du fléchissement de ces titres (les valeurs à revenu fixe) et des autres fonds publics du vieux monde, c'est la mauvaise direction des Gouvernements, principalement en Angleterre et en France, aussi en Allemagne, depuis l'ouverture du XX^e siècle, et le peu de confiance qu'ils inspirent aux épargnants ». M. Leroy-Beaulieu reviendra d'ailleurs sur cette idée en voulant expliquer l'agitation et la dépression des Bourses de l'ensemble du globe civilisé (3): « Jamais, dit-il, les Gouvernements et les Parlements n'ont montré aussi peu de ménagements pour ce qu'ils appellent « la richesse acquise »; ils ne pensent quasi sur toute la surface du globe, qu'à en extraire,

(1) Polémique entre M. Marchez et M. Théry, *Le Temps*, 19 mai 1912.

(2) *Economiste français* du 18 janvier 1913.

() *Economiste français* du 14 juin 1913.

par voie de contributions ordinaires ou extraordinaires, tout ce qu'on peut lui arracher ».

M. Rist rejetait par avance cette explication en citant le cas suivant :

Au mois d'avril 1912, la Commission sénatoriale, chargée du projet d'impôt sur le revenu, repoussait l'impôt sur la rente ; le Gouvernement suivait cet avis peu après. On aurait pu croire, si l'explication précédente était exacte, que la rente allait remonter et se maintenir à des cours plus élevés qu'auparavant, d'autant plus qu'une grande banque parisienne (1) tenta l'opération. De 91,75 au 21 avril, on réussit à la faire monter, le 4 mai, à 94,40. Au 13 juillet, le cours était 92,40 et M. Rist conclut :

« C'est justement la baisse de la rente qui a fait enterrer le projet d'impôt, — non le projet qui a fait baisser la rente ».

On a encore invoqué la politique comme cause de la baisse des obligations de Chemin de fer ; et M. Rist cite un article d'un auteur anonyme (2). Leur fléchissement s'est produit pour ainsi dire sans autre cause que le malaise résultant de l'agitation menée autour des Compagnies et la succession des charges nouvelles qui ont réduit graduellement leur horizon financier.

M. Rist ne veut souscrire à cette opinion ; les

(1) La Banque de Paris et des Pays-Bas.

(2) Quelques réflexions à propos des revendications des agents de chemin de fer français : Auteur anonyme. *Revue politique et parlementaire*, décembre 1910.

valeurs de chemins de fer ont été tout simplement entraînées, avec les autres, dans le grand mouvement de hausse de l'intérêt.

En résumé, la hausse de l'intérêt a pour cause la hausse des profits industriels, cette dernière n'est d'ailleurs qu'une conséquence de la hausse des prix : la hausse de l'intérêt accompagne la hausse des prix. Les deux phénomènes sont connexes ; ils sont tous deux universels, et ont tous deux commencé au même moment.

Les prix ont baissé depuis 1874, pour atteindre le plus bas vers les années 1896 ou 1897 et ont remonté par la suite. Le minimum des prix correspond donc au maximum du cours des fonds d'Etat ; et c'est à cette date aussi que remonte l'ère des profits réguliers.

Les tableaux suivants empruntés à la thèse de M. Charbin, (1) en font foi.

Prix comparatif (2) de vingt-deux marchandises principales en Angleterre :

Dates	Prix indice	Prix pour 100 relativement au prix initial
Moyenne 1846-1850	2.100 fr.	100
Juillet..... 1864	3.792	172
Janvier..... 1870	2.689	122
Juillet..... 1872	3.054	139
Janvier..... 1877	2.765	123
Janvier..... 1880	2.577	117
Juillet..... 1884	2.169	99
Janvier..... 1885	2.098	95

(1) A. Charbin : *La vie chère*. Thèse pour le Doctorat ès-sciences politiques et économiques. Lyon 1912.

(2) *Index-Numbers* de l'*Economist*.

Dates		Prix indice	Prix pour 100 relative- ment au prix initial
Janvier.....	1886	2.023	92
Juillet.....	1890	2.259	103
Janvier.....	1895	1.923	87
Juillet.....	1897	1.885	86
Janvier.....	1900	2.145	97.50
Janvier.....	1902	1.948	89
Janvier.....	1905	1.136	97
Juillet.....	1907	2.594	118
Juillet.....	1908	2.190	100
Janvier.....	1910	2.390	109
Janvier.....	1911	2.503	114
Juillet.....	1912	2.517	114

(Voir ci-contre un deuxième tableau des diverses évaluations faites par les statisticiens qui se sont occupés de la question des prix. La base (nombre-indice 100) est la moyenne des deux années 1895-1900).

On peut donc dire que l'allure générale des profits, leur tendance simultanée à s'orienter soit à la hausse, soit à la baisse, le contraste entre les deux périodes antérieure et postérieure à 1895, reproduisent d'une manière évidente les caractères semblables, de la tendance des prix ; et que ce dernier phénomène est la cause du premier.

D'ailleurs, cette marche parallèle des prix et des profits s'est déjà manifestée à une époque antérieure. La dernière période de hausse prolongée des prix se place entre 1852 et 1874 environ ; or, en France, comme en Angleterre, elle est signalée par une baisse des fonds d'Etat et une hausse de l'escompte: Voici d'abord, comparés au mouvement des prix,

FRANCE									
Années	V. March.			M. de Foville		M. Lévassour		Economat	
	Ensemble des marchandises	Denrées alimentaires	Importation totale	Denrées alimentaires		Chén. tier du Midi			
1880	132.9	115	142.8 (1882)	»	»	107.5 (1882)			
1885	109.2	99.7	127.9	»	»	98.7			
1890	106.2	96.9	125.4	»	»	101.2			
1895	98.9	91.8	100.4	96.5	102.3	102.3			
1900	101.0	101.4	99.7	101.7	98.6	101.7			
1901	103.4	103.9	106.4	102.2	102.2	102.2			
1902	102.4	102.2	105.6	104.8	101.3	101.3			
1903	103	102.7	103.3	104.2	101.4	101.4			
1904	101	102	108.6	102.2	101.3	101.3			
1905	108	108.7	110.8	105.8	98.0	98.0			
1906	106	115.9	119.4	109.1	97.9	97.9			
1907	12	109.6	112.9	112.1	104.2	104.2			
1908	»	»	»	»	106.0	106.0			
1909	»	»	»	»	108.5	108.5			

PAYS ÉTRANGERS									
	Angleterre M. L. Metlack			Allemagne Hambourg			Etats-Unis Département of Labor		
	Ensemble des marchandises	Denrées alimentaires		Ensemble des marchandises	Denrées alimentaires		Ensemble des marchandises	Denrées alimentaires	Prix de détail
	139.7	127.5		130.3	123.6		»	»	»
	144.2	104.3		110.1	104.3		»	»	»
	109.1	104.3		108.1	107.1		113	102.3	103
	96.9	90.8		95.9	90.7		95.1	98.4	88.4
	103	109.1		101	109.1		104.8	101.7	101.6
	104	102.4		102	111.1		106.3	105.7	105.8
	101	101.4		98.9	99.6		111.4	111.1	111.5
	100	101.4		96.9	99.6		107.6	111.4	110.9
	101	102.4		96.9	98.5		110.7	111.8	112.1
	101	105.3		96.9	102.4		108.3	112.7	113
	104	112		103	108.2		113.2	116.4	116.4
	103	115.9		109.1	114.2		118.5	120.9	121.3
	107.4	»		»	»		»	»	»
	108.4	100.2		»	»		»	»	»

les cours du 3 o/o français et du 3 o/o anglais, avant et pendant la période de hausse (1).

Années	Moyenne des plus hauts cours du 3 0/0 français	Moy. des cours moy. de la r. anglaise	Index Sauerbeck moyenne de 10 années
—	—	—	—
1845 à 1854	75.53	94.25	128
1855 à 1864	71.85	92.87	152
1865 à 1874	(2)	92	153

En ce qui concerne le taux de l'escompte, le parallélisme est encore plus frappant.

Voici les taux moyens d'escompte officiel par périodes décennales, comparés aux index des prix de France, d'Angleterre et d'Allemagne. On voit monter ou baisser l'escompte avec une parfaite régularité quand les prix montent ou baissent.

TAUX MOYENS D'ESCOMPTE OFFICIEL COMPARÉS AUX PRIX (3)

ANNÉES	ANGLETERRE		FRANCE		ALLEMAGNE	
	Taux d'esc. p. c.	Prix moyen	Taux d'esc. p. c.	Prix moyen	Taux d'esc. p. c.	Prix moyen (4)
1845-1854.	3.03	128.2	4.36	»	4.31	127
18 0 1864.	4.64	152.3	4.73	158	4.48	142.1
1805-1874.	3.83	153.5	3.94	149.9	4.60	143.9
1875-1884.	3.20	130.9	3.11	151.9	4.24	116.9
1884-1894.	3.16	104.7	2.91	105.2	3.66	105.8
1895-1904.	3.24	111.2	2.67	99	4.06	100.6
1895-1910.	3.65	114	3.06	114	4.80	112

(1) M. Rist : La hausse du taux de l'intérêt. *Revue économique internationale*, page 488.

(2) Les cours sont troublés par la guerre franco-allemande et n'ont plus aucune signification.

(3) Les chiffres donnés par M. Rist, ont été empruntés aux tableaux publiés par le *Bulletin de la statistique générale de la France*, tome I (1912).

(4) Période 1850-1854.

On voit donc, à part deux exceptions (en Angleterre pendant la période 1865-1874 et en Allemagne 1895-1904) que, à une hausse marquée des prix, a correspondu une hausse non moins nette du taux de l'intérêt; tandis que la baisse des prix de 1894 à 1897 est accompagnée d'une hausse des fonds d'Etat et une baisse de l'escompte.

D'ailleurs les liens qui existent entre les mouvements des prix et ceux de l'intérêt ont été particulièrement étudiés et démontrés par M. Irving Fischer (1). « Le taux de l'intérêt représente simplement la différence d'estimation, au même moment, entre une somme immédiatement disponible et la même somme à recevoir plus tard ».

C'est le prix du temps, disaient les canonistes; c'est la mesure de l'impatience, dit ingénieusement M. Fischer.

Les variations de cette estimation, sur le marché de l'épargne, ne sont que les variations du taux de l'intérêt.

Lorsqu'on dit que l'intérêt est de 3 o/o, c'est qu'un prêteur abandonne une somme de 100 fr. en échange d'une somme de 103 fr. dans un an. Le taux normal s'établit en période stationnaire; si le pouvoir d'achat de la monnaie diminue, les prix des denrées s'élèveront aussitôt. Les 103 francs qui ont été promis au bout d'un an n'achèteront plus la

(1) « Une théorie de l'intérêt fondée sur l'impatience, étude des causes qui déterminent le taux de l'intérêt. » Extrait de la revue *Scientia*, Paris, Alcan, éditeur, 1911.

même quantité de biens qu'aujourd'hui. Si la dépréciation se fait par exemple à raison de 2 o/o par an, les 103 francs, n'auront plus quand on les payera qu'un pouvoir d'achat correspondant à celui que possèdent aujourd'hui fr. 100,94. En conservant donc le taux nominal, de 3 o/o, le prêteur fournit en réalité son argent à bien meilleur marché, qu'autrefois, à 0,94 o/o. Pour que le taux réel d'intérêt reste, en période de hausse des prix, identique à ce qu'il était en période de prix, stationnaires, le prêteur devra stipuler le paiement à l'échéance d'une somme de 103 fr. majorée de 2 o/o, c'est-à-dire d'une somme de 105 francs 06. En un mot, un taux nominal de 5,06 o/o devra remplacer l'ancien taux de 3 o/o et une dépréciation de 2 o/o dans le pouvoir d'achat de la monnaie, doit donc correspondre une augmentation d'environ 2 o/o dans le taux nominal de l'intérêt, si le taux réel, si le revenu en nature résultant du prêt doit rester le même.

Pour des périodes un peu longue, il semble bien que l'adaptation du taux nominal de l'intérêt à son taux réel se réalise dans ces conditions ; et c'est ce qui s'est produit dans les grandes industries françaises ; elles ont multipliés les emprunts à mesure que leurs profits s'accroissent, et l'accroissement des profits, conséquence de la hausse des prix, a été suivi de près par la hausse de l'intérêt ; c'est là, la réalisation exacte de ce qu'indiquait théoriquement M. Fischer (1). « Supposons une hausse des prix à ses

(1) M. Fischer *The rate of interest*, New York, 1907, ch. XIV

débuts. Les profits commerciaux (mesurés en monnaie) s'élèveront, car les profits sont la différence entre le revenu brut et la dépense, et si tous deux augmentent, leur différence augmentera aussi. Les emprunteurs peuvent donc payer en monnaie des intérêts plus élevés. Mais si un petit nombre seulement de personnes s'aperçoit de la nouvelle situation, l'intérêt ne sera pas complètement adapté aux nouvelles circonstances et les emprunteurs réaliseront un profit spécial, après déduction des charges d'intérêt.

« De là, l'espoir de profits similaires dans l'avenir et cet espoir, stimulant les emprunts, élèvera le taux de l'intérêt. Si la hausse n'est pas suffisante encore, le processus recommencera et ainsi, par une série d'essais successifs, le taux finit par atteindre le niveau convenable. Le contraire se passera en cas de baisse des prix ».

Nous avons ainsi passé en revue les diverses causes auxquelles les économistes attribuent le relèvement du taux de capitalisation.

Nous ne pensons pas, ainsi que certains économistes l'ont prétendu, que le phénomène ait une cause unique. Aucune ne nous semble suffisante pour l'expliquer à elle seule ; toutes celles que nous avons indiquées nous paraissaient, par contre, avoir exercé leur influence de manière plus ou moins sensible ; mais lorsqu'on essaie de déterminer la cause « principale », le problème se révèle trop complexe à notre sens, tant d'influences diverses et parfois opposées se mêlent les unes aux autres, qu'il nous semble

téméraire de vouloir résoudre le problème de façon aussi simple. Aussi estimons nous, qu'il y a lieu d'admettre l'existence simultanées des diverses causes que nous avons indiquées, dont l'action combinée a amené lentement et progressivement la hausse du taux de capitalisation ; nous sommes ainsi d'accord avec M. Hector Denis (1), député belge, qui écrivait : « C'est se faire illusion que de rattacher à une cause unique les perturbations qui affectent l'ordre économique ».

D'autre part nous arrivons ainsi aux mêmes conclusions, que M. A. Charbin (2) dont le sujet de thèse, *La Vie Chère*, n'était pas sans présenter quelques points communs avec le nôtre et qui écrivait : « Les phénomènes économiques et sociaux sont presque toujours le produit convergent d'un grand nombre de facteurs ; causes principales et causes secondaires, lesquelles s'ajoutent aux premières pour en fortifier l'action. M. de Vogüé, dans sa préface du « *Roman Russe* » a montré comment les sciences physiques, biologiques et historiques ont toutes évolué dans le même sens. Elles ne cherchent plus à expliquer les faits exclusivement par l'action des grandes causes, mais par l'action lente et continue des petites causes. Ainsi en est-il de l'histoire et en

(1) *La Dépression économique et sociale*, M. Hector Denis, 1895, p. 6.

(2) A. Charbin : Thèse pour le Doctorat, *La Vie Chère*, Lyon, 1912.

général des sciences de la nature. Pourquoi n'en serait-il pas de même dans l'ordre économique ».

Nous chercherons donc une explication très générale au phénomène de l'élévation du taux de capitalisation, et, nous inspirant de la théorie de l'intérêt et du profit de M. Brouilhet (1), que nous avons exposée, nous concluerons avec lui que c'est à l'élévation et à la facilité de plus en plus grande des profits qu'il faut surtout attribuer l'élévation du taux de l'intérêt que nous avons décrite.

Ce que nous avons exposé au cours de la première partie de notre étude, en ce qui concerne l'origine du profit, nous donnera la méthode à suivre pour rechercher les perspectives des profits, par suite, selon nous, l'avenir du taux de capitalisation.

Ce n'est pas, ainsi que le fait remarquer M. Brouilhet, la recherche d'une hypothétique tendance, qui aurait un caractère définitif, soit dans le sens du fléchissement continu des profits (ainsi que le veut l'école libérale) (2), soit dans le sens de leur élévation à perpétuité; il ne semble pas en effet qu'il existe une tendance de très longue durée dans cet ordre; mais la question que l'on peut poser est la suivante :

« Dans une période donnée quel est le sens probable du taux des profits ? La réponse à cette ques-

(1) M. Brouilhet : *Précis d'Economie Politique*.

(2) Principalement M. Leroy-Beaulieu.

tion nous donnera croyons-nous la solution de notre problème ».

C'est encore ici, nous dit M. Brouilhet, une hypothèse de formation des prix (1). « Les conditions auxquelles le capital s'engage dans les opérations actives ou s'en dégage dépendent des règles générales auxquelles obéissent les conditions sur lesquelles dans les échanges les vendeurs et les acheteurs se mettent d'accord ». Et l'on peut se contenter d'indiquer les particularités suivantes :

a) Le profit est en fonction de l'abondance des capitaux comparés aux possibilités; il est bien entendu que l'abondance en elle-même n'a aucune signification.

Les possibilités renferment toutes les éventualités ou virtualités de développement économique; elles dépendent de causes qui sont nombreuses; on peut citer parmi elles : la géographie, la géologie, le climat, la situation politique intérieure et extérieure, le progrès de la technique industriel, etc.

« Les possibilités sont toujours en avance sur les disponibilités en capital dans une civilisation progressive; cette avance est elle-même variable et diffère de pays à pays. A ce titre, les économies nationales offrent un aspect des plus variés. C'est précisément ce qui explique la réalisation plus ou moins facile du profit, selon les régions ou les Etats sur le territoire desquels s'emploient les capitaux ».

(1) M. Brouilhet : *Précis d'Economie Politique*, page 691.

b) Le profit est en fonction de l'organisation de la puissance capitalistique.

Là, comme dans toute formation des prix, c'est le facteur « volonté collective », qui intervient.

« Les éléments précédents ne sont que des facteurs, dont il importe de tirer parti; producteurs, consommateurs et capitalistes s'en disputent l'effet utile. Le moyen de drainer cet effet, c'est l'organisation. Si, comme tout porte à le croire, celle-ci est en voie de progrès, le capital accroîtra ses profits; l'abondance même des disponibilités, comme aussi l'accroissement des possibilités ne peuvent que le servir et lui assurer des conquêtes plus fructueuses ».

CHAPITRE III

La Durée probable

L'élévation du taux de capitalisation durera-t-elle ? Est-ce là seulement un phénomène actuel et passager ? On ne s'entend guère sur ce point.

Remarquons tout d'abord la difficulté qu'il y a à répondre à une telle question : difficulté inhérente à toute explication ou prévision des faits économiques en général.

Ainsi que le montrait M. Leroy-Beaulieu (1). « Pour se livrer à des prévisions certaines ou simplement approximatives sur les phénomènes économiques environnants, il faut une singulière pénétration d'esprit, en même temps qu'une rare circonspection. »

(1) M. Leroy-Beaulieu : *Traité théorique et Pratique d'Economie Politique*, tome I, page 25.

De même, M. Marshall (1) reconnaît que. « Il peut se rencontrer que l'économiste puisse donner une décision pratique en quelque sorte avec l'autorité de la science, mais que cette décision est presque toujours ou simplement négative, ou critique. »

M. Leroy-Beaulieu va cependant plus loin que M. Marshall et montre, par des faits, que la prévision en économie politique peut parfois ne pas se borner à présenter un caractère seulement critique ou négatif. Il cite, entre autres, le cas suivant (2) : « Quand vers la fin de la construction des grands chemins de fer en Europe et des principales œuvres d'intérêt collectif, entreprises de transports urbains, d'éclairage, etc., tel (3) économiste écrivant que, à moins de très grandes découvertes réclamant de nombreux capitaux ou de guerres venant détruire de grandes masses de capitaux, l'intérêt du capital allait rapidement baisser, c'était bien aussi la voix de la science. »

(1) M. Alfred Marshall : *The Present Position of Economics*, page 45.

(2) *Traité théorique et pratique d'Economie Politique*.

(3) C'est à lui-même que M. Leroy-Beaulieu fait allusion. Dans une note, il renvoie, en effet, le lecteur à son ouvrage sur *La Répartition des Richesses et la tendance à une moindre inégalité des Conditions*, où écrit-il : « Nous annonçons et expliquons d'une manière très claire une baisse très prochaine et très accentuée du taux de l'intérêt chez les nations de vieille civilisation ; notre thèse trouva d'abord des incrédules, notamment chez des écrivains à tendances socialistes, par exemple M. Gide ».

Mais nous ne nous attarderons pas plus longtemps à la question des prévisions en économie politique.

Nous voulions seulement attirer l'attention sur ce point, afin d'expliquer par avance l'imprécision relative de notre conclusion ; en effet, quitte à nous tenir sur une réserve excessive, nous nous abstenons d'affirmations aventurées, et nous nous garderons d'interpréter les faits suivant une idée préconçue.

Mais une question se pose tout d'abord : si l'on considère en quelque sorte l'intérêt moyen ou normal, peut-on découvrir pour lui une direction générale dans le sens de la hausse ou de la baisse ? L'intérêt tend-il à s'élever ou à s'abaisser, ou bien est-il ramené par des forces sociales naturelles à un point central dont il ne s'écarte que modérément ?

En d'autres termes le mouvement de hausse qui s'est produit depuis une quinzaine d'années, doit-il être considéré comme la manifestation plus accentuée de la tendance générale et durable à la hausse ? Faut-il y voir, au contraire, un arrêt momentané d'une tendance à la baisse ?

L'économie politique, particulièrement l'école optimiste française, depuis Turgot jusqu'à M. Leroy-Beaulieu, a toujours affirmé la tendance générale à la baisse de l'intérêt. Bastiat (1) mettait cette loi au nombre de ses plus belles « harmonies ». « L'intérêt, disait-il, peut descendre au-dessous de toute

(1) Bastiat : *Les Harmonies Economiques*.

quantité assignable, sans jamais pourtant descendre à zéro, comme ces courbes, connues en mathématiques sous le nom d'asymptotes qui peuvent se rapprocher indéfiniment d'une ligne droite sans jamais arriver à la toucher. »

Un économiste anglais, M. Foxwell, a eu même la hardiesse de déclarer qu'un jour pourrait venir où les capitalistes, loin de toucher un intérêt de ceux à qui ils confieraient leurs fonds, les paieraient au contraire pour cela. Ce serait donc la gratuité du crédit rêvé par Proudhon. Il faut cependant dire que M. Foxwell visait surtout les prêts faits aux banques sous forme de dépôts.

Dans ce cas, en effet, il est très possible, qu'à raison du service qu'elles rendent au déposant, non seulement les banques ne paient point d'intérêt, mais encore fassent payer un droit de garde ; c'est d'ailleurs ce qu'elles faisaient autrefois.

D'après M. Leroy-Beaulieu (1), ardent défenseur de la thèse de la baisse de l'intérêt trois causes générales, agissant avec une sorte de continuité interrompue seulement par intervalles, tendent à déprimer l'intérêt des capitaux. A l'inverse, trois autres causes, plutôt accidentelles et temporaires, qui au moins perdent de leur intensité viennent enrayer de temps en temps cette baisse, ou même faire hausser momentanément l'intérêt ; nous traverserions donc une période où ces trois dernières causes ont une in-

(1) *Traité théorique et pratique d'Economie Politique*, tome II. M. Leroy-Beaulieu.

fluence prépondérante, mais la tendance à une diminution graduelle du taux de capitalisation subsiste toujours et n'est que retardée. Voyons quelles sont ces causes indiquées par M. Leroy-Beaulieu.

Les trois causes générales qui tendent à l'abaissement de l'intérêt du capital.

1) La sécurité des transactions tend à s'accroître, en même temps que les facilités de réaliser par un transfert, si besoin est, avant l'échéance la plupart des prêts ou créances.

Cette sécurité ne tient pas seulement à l'existence d'une justice plus exacte et plus impartiale, mais aussi et surtout aux habitudes de régularité et de ponctualité qui se généralisent de plus en plus chez les commerçants et les industriels.

2) Une seconde cause de la tendance à la baisse du taux de l'intérêt est l'augmentation incessante de l'épargne et l'apport immédiat sur le marché de presque toutes les parcelles d'épargne à peine formées.

Le goût de l'épargne se développe de plus en plus; l'éducation propage les habitudes de prévoyance dans des cas où autrefois elle était presque inconnue; de plus l'épargne est plus facile qu'autrefois, grâce au progrès du bien-être général et à l'élévation des salaires.

Chez les nations civilisées, l'idée de capitalisation se répand et devient familière, alors, qu'à certains états de sociétés, cette idée est inconnue. Les occasions de placements sont de plus en plus nombreuses; autrefois celles-ci faisaient complètement défaut et beaucoup étaient contraints à thésauriser.

Cette abondance croissante de l'épargne et son apport sur le marché des capitaux tend à faire baisser l'intérêt.

3) Mais la cause principale et la plus énergique de la baisse du taux de l'intérêt, c'est, dans un état donné de connaissances techniques et d'applications industrielles ou agricoles, la diminution graduelle de productivité des capitaux formés au delà d'une certaine limite.

C'est uniquement parce que, au delà d'une certaine limite, dans un état de civilisation donné, les capitaux nouvellement formés deviennent moins productifs, que l'abondance des capitaux fait baisser l'intérêt. Mais ces arguments ne nous paraissent pas à l'abri de toute critique.

En ce qui concerne la sécurité, peut-on dire qu'il y ait aujourd'hui moins de débiteurs insolvable, moins de faillites, moins d'escroqueries, moins de capitaux engloutis dans des entreprises aventureuses que jadis ; si d'ailleurs certains risques ont diminué, en raison du meilleur fonctionnement de la justice, ces risques ont été remplacés par d'autres non moins redoutables ; ceux qui résultent des grèves et aussi des charges que les lois tendent à imposer aux patrons et ouvriers.

Le deuxième argument de l'abondance croissante de l'épargne n'est pas discutable ; mais cette abondance n'est-elle pas compensée et au-delà par une demande de capitaux croissante elle aussi ?

Le principal argument enfin, la diminution de productivité de capitaux paraît exacte si l'on consi-

dère une même industrie ; celle du coton, par exemple, dont nous avons déjà parlé, celle des chemins de fer ou l'éclairage au gaz ; il semble bien qu'il y ait vraiment une limite à leur développement ; mais si l'on considère la production en général, il ne semble pas que l'argument conserve toute sa valeur ; on ne saurait affirmer, en effet, que les transports en automobile par exemple, seront toujours moins rémunérateurs que ceux par chemins de fer.

Mais, d'après M. Leroy-Beaulieu, aux causes déprimant l'intérêt, viennent s'opposer des causes antagonistes, qui à certains moments de l'histoire, interrompent la baisse, provoquent même parfois un brusque relèvement qui peut durer un certain nombre d'années.

1^o Ce sont, tout d'abord, les grandes découvertes ou inventions, susceptibles d'applications pratiques étendues et parfois soudaines.

D'ailleurs, ces grandes inventions ont, en réalité, une double influence : d'une part, elles augmentent la productivité des capitaux nouvellement créés ; par conséquent, elles permettent de les rémunérer davantage ; d'un autre côté, elles exigent l'immobilisation d'une grande masse de capitaux, en installations et machines, de sorte que tous ceux qui sont nouvellement formés sont immédiatement absorbés.

2^o Une seconde cause, c'est l'émigration (1) des

(1). « L'émigration des capitaux des vieux pays vers les contrées neuves ralentit aussi, dans les contrées anciennement civilisées, la baisse du taux de l'intérêt et éloigne l'avè-

capitaux qui s'est produite, dans notre siècle, avec une intensité toute particulière, soit vers les pays neufs, soit vers les vieux pays, indifférents, jusqu'alors, aux progrès de la civilisation.

Cette émigration des capitaux s'opère de diverses façons : d'une manière continue et dans de très grandes proportions, par le crédit que les négociants des vieux pays font à leurs correspondants des pays neufs ; ces comptes créditeurs peuvent avoir plusieurs années de durée, pendant lesquelles on exige seulement le paiement des intérêts ; quand le compte devient trop gros, on accepte parfois, en paiement, des terrains ou des maisons situés dans le pays neuf.

L'émigration peut s'opérer encore de façon directe par le transport des capitaux eux-mêmes.

On comprend facilement l'influence de cette émigration des capitaux sur le taux de l'intérêt. Pourquoi émigrent-ils ? C'est parce qu'ils trouvent au dehors une rémunération plus avantageuse.

3^o La troisième cause qui, de temps à autre, fait obstacle à l'amoindrissement de l'intérêt et en relève le taux momentanément, ce sont les guerres et les bouleversements sociaux.

Telles sont, d'après M. Leroy-Beaulieu, les diverses causes qui font varier l'intérêt ; le résultat de leur conflit est la tendance générale à la baisse ; cette

nement de l'état stationnaire. C'est cette troisième cause qui est, à l'heure actuelle, la plus active et qui le restera jusqu'à ce que le monde entier soit exploité. » (*Essai sur la répartition*, p. 273).

baisse ne sera limitée que par le découragement qui pourrait s'emparer de l'épargnant et du possesseur de capitaux, et qui détournerait le premier d'augmenter ses épargnes et le second de se dessaisir.

Que faut-il souhaiter ? La hausse ou la baisse de l'intérêt ? Il semble que la baisse soit désirable :

a) Au point de vue de la répartition, tout d'abord, car, par cela même qu'elle réduirait le prélèvement exercé par les capitalistes rentiers sur la production totale, elle accroîtrait d'autant la part disponible pour le travail. D'ailleurs, le taux de l'intérêt ne détermine pas seulement le revenu des capitalistes ; il détermine indirectement le taux des profits, des loyers, des fermages même et, par conséquent, de tous les revenus des classes possédantes.

b) Au point de vue de la production : car, par cela même qu'elle abaisserait sans cesse le prix de location du capital, et, par conséquent aussi, les frais de production, elle faciliterait l'exécution d'entreprises jusque là impossibles. Voici, par exemple, des maisons que l'on voudrait bâtir pour y loger des ouvriers ; mais on sait qu'elles ne rapporteront pas plus de 3 0/0. Si le taux courant de l'intérêt est de 3 0/0, on ne pourra trouver de capitaux pour ces entreprises.

Turgot voit, dans l'abaissement du taux de l'intérêt, une source nouvelle d'activité et de production : — « On peut le regarder (le taux de l'intérêt), dit Turgot, comme une espèce de niveau, au-dessous

duquel tout travail, toute culture, toute industrie, tout commerce cessent. »

« C'est comme une mer répandue sur une vaste contrée. Les sommets des montagnes s'élèvent au-dessus des eaux et forment des îles fertiles et cultivées. Si cette mer vient à s'écouler à mesure qu'elle descend, les terrains en pente, puis les plaines et les vallons paraissent et se couvrent de productions de toute espèce. Il suffit que l'eau monte ou baisse d'un pied pour inonder ou pour rendre à la culture des plages immenses. C'est l'abondance des capitaux qui anime toutes les entreprises et le bas intérêt de l'argent est, tout à la fois, l'effet et l'indice de l'abondance des capitaux. »

C'est là une très belle comparaison, mais qui, ainsi que le fait remarquer M. Leroy-Beaulieu (1), fait plus d'honneur à l'imagination de Turgot qu'à son jugement; elle a le tort de la plupart des images : elle ne reproduit que très imparfaitement la réalité. Quand le taux de l'intérêt baisse, ce n'est pas seulement, en effet, parce que les capitaux deviennent de plus en plus abondants et que la sécurité des transactions augmente, c'est que les emplois productifs se font de plus en plus rares; c'est que, au-delà d'une certaine limite, le surcroît de travail et le surcroît de capital deviennent moins féconds.

Après des siècles d'activité, les entreprises nouvelles sont moins productives que les anciennes.

(1) *Essai sur la Répartition des richesses et sur la tendance à une moindre inégalité des conditions* (Leroy-Beaulieu).

Assurément, dans de grands pays comme la France et l'Angleterre, il ne manquera jamais de grandes et d'utiles entreprises ; mais chacune d'elles, considérée isolément, le sera à un degré moindre que les œuvres analogues antérieures ; si l'on considère, par exemple l'entreprise des chemins de fer ; les lignes dont on pourra entreprendre la construction à l'heure actuelle seront évidemment moins rémunératrices que les premières ; parce que les régions dans lesquelles ils devaient rendre le maximum d'utilité en ont été pourvues il y a longtemps. Il y a là une loi économique dont nous avons déjà parlé : la loi de la moindre productivité des nouveaux capitaux au delà d'une certaine limite. D'après Stuart Mill, sans les guerres du premier empire, sans les grandes émigrations de capitaux européens en Amérique et en Australie, sans l'expansion soudaine du commerce international à la suite des découvertes de la vapeur et du télégraphe le taux de l'intérêt serait probablement tombé à 1 % dans la Grande Bretagne.

L'opinion favorable de Turgot, sur la baisse de l'intérêt, est loin d'être partagée par la majeure partie de l'école économique anglaise, par Adam Smith et Mac Culloch, par exemple, et par quelques économistes allemands, Roscher entre autres ; d'après eux une baisse trop considérable du taux de l'intérêt est un mal social ; elle conduit, à l'état stationnaire, au ralentissement de l'activité individuelle et sociale, à une dépression des classes moyennes à la réduction générale de la vitalité

économique, au ralentissement de l'épargne, à l'augmentation des consommations de luxe à l'accroissement des dépenses de l'Etat.

Stuart Mill n'accepte complètement aucune de ces deux opinions et tout en raisonnant à peu près comme Adam Smith, conclut autrement que lui. Pour lui, la baisse prolongée, accentuée, du taux de l'intérêt est l'indice que le monde approche de « l'état stationnaire ». Mais cet état n'effraie nullement Stuart Mill, il a au contraire pour lui de l'attrait ; suivant lui, l'état stationnaire se manifeste par le fait que les facilités d'acquérir la richesse deviennent moins grande et qu'en même temps la poursuite de la richesse cesse d'être, au même degré qu'auparavant, l'objet dominant de l'humanité. Stuart Mill professe une profonde aversion pour l'américanisme, cet état de société où toutes les facultés humaines sont tendues vers un seul objet : « la conquête des dollars ». Pour lui, « le meilleur état pour la nature humaine est celui dans lequel personne n'est riche, personne n'aspire à devenir plus riche et ne craint pas d'être renversé par les efforts que font les autres pour se précipiter en avant. »

M. Leroy-Beaulieu (1) écrivait aussi, dans « *l'Essai sur la répartition des richesses* », que la baisse du taux de l'intérêt chez les vieilles nations — c'était en l'année 1897 — indique qu'on se rapproche de cet état stationnaire. Il ajoutait d'ailleurs que,

(1) M. Leroy-Beaulieu ; *Essai sur la répartition des richesses* : page 258.

si l'on s'en rapproche, ceci ne veut pas dire qu'on en soit près. Le monde n'est pas tout entier habité, ni tout entier sous le joug de la civilisation : l'Amérique du Nord, du Sud, l'Afrique, l'Asie Centrale, l'Australie, presque toute l'Océanie, sont encore à mettre en valeur et dans les vieilles contrées, les améliorations de détails peuvent être nombreuses, comme les hommes et plus que les hommes, les capitaux peuvent et doivent émigrer : une nation vieille qui se condamnerait à rester enfermée chez elle qui considérerait comme une faute ou comme une perte l'émigration des capitaux arriverait vite à cet état stationnaire.

QUEL EST L'AVENIR IMMÉDIAT DU TAUX DE CAPITALISATION ?

Pour répondre à cette question, on ne saurait se montrer trop prudent. Les divers économistes dont nous avons étudié les théories, se sont montrés très réservés. M. Mourre toutefois croit que le taux de l'intérêt est plutôt appelé à monter qu'à baisser. Le progrès intérieur, c'est-à-dire scientifique, continuera d'après lui sa marche et sera pour le taux de l'intérêt un puissant élément de hausse : le progrès extérieur, consistant en la création d'entreprises nouvelles ne s'arrêtera pas prochainement. La question est de savoir si les nouveaux capitaux fixes seront plus ou moins rémunérateurs que les anciens. La réponse est douteuse. Les territoires riches et vastes, qui sont encore à mettre en valeur dans les cinq parties du monde, présentent sans doute des perspectives favo-

rables. Il semble donc, sans toutefois rien affirmer, que le taux de l'intérêt montera encore, que la baisse des fonds d'Etat doit s'accroître encore. Les porteurs, du reste, n'en souffriront que d'une manière toute relative, puisque leur revenu sera inchangé; mais ils verront à leur côté s'accroître les fortunes industrielles (1).

Pour M. Rist la question se réduit à savoir si la hausse des prix s'arrêtera : en ce cas, la hausse de l'intérêt s'arrêtera également; on est ainsi ramené au

(1) On peut se demander aussi, si une crise commerciale et industrielle n'est pas à craindre. Cet événement aurait, il n'est nul besoin de le prouver, un effet immédiat sur la marche du taux de l'intérêt. Or, d'après M. Leroy-Beaulieu, certains faits semblent le faire prévoir. Il écrit, en effet, dans *l'Economiste Français* du 19 juillet 1913.

« — Doit-on considérer que, soit une crise commerciale, soit du moins une époque de ralentissement de l'essor industriel et commercial soit en vue. Il n'est pas contestable que certains symptômes, les symptômes classiques peut-on dire, depuis les études de feu Clément Juglar, font appréhender qu'il en soit ainsi. Jamais le portefeuille des banques n'a été aussi gonflé : pour s'en tenir à la Banque de France, le portefeuille d'effets de commerce de cet établissement au 10 juillet 1913 était de 1.567 millions, contre 1.137 au 11 juillet 1912, 1.083 au 12 juillet 1911, 902 millions au 15 juillet 1910 et enfin 685 millions seulement au 15 juillet 1909; il y a donc eu plus que doublement depuis 1909 et augmentation de plus de 40 0/0 depuis 1911. Il en est de même pour les avances aux particuliers à la même Banque; elles s'élèvent à 766 millions au 10 juillet 1913 contre 699 au 11 juillet 1912, 648 au 12 juillet 1911, 562 au 13 juillet 1910 et 512 seulement au 15 juillet 1909; il y a donc eu là de 1909 à 1913 un accroissement de 50 0/0 en nombre rond. Par contre, l'encaisse de la Banque, malgré l'énormité constante et même croissante de la production de l'or, a constamment

grand problème, qui préoccupe les économistes : d'où vient la hausse des prix et combien durera-t-elle? Or, d'après la plupart des économistes, et aussi M. Rist, la hausse des prix, depuis quinze ans a pour cause principale la production prodigieusement accrue de l'or : si cette production poursuit sa marche ascensionnelle on assistera donc à un accroissement de monnaie entraînant non la baisse, mais la hausse de l'intérêt.

D'ailleurs si, dans le passé, on compare, la courbe de la production aurifère et la courbe des prix, on constate entre elles, un parallélisme assez régulier. Les découvertes successives des mines d'or dans le monde eurent leurs répercussions sur les prix. Au XVI^e siècle, Christophe Colomb découvre le nouveau monde : les prix des marchandises les plus communes, comme les plus rares augmentèrent considérablement, dès l'apparition en Europe des trésors américains.

Au XIX^e siècle la découverte des mines d'or et d'argent de la Californie est suivie d'un mouvement de hausse qui se prolonge pendant toute la durée du

diminué dans ces dernières années : cette encaisse au 10 juillet 1913, n'est plus que de 3 milliards 935 millions, contre 4 milliards 80 millions à la même date en 1912, 4 milliards 35 millions en 1911, 4 milliards 254 millions en 1910 et 4 milliards 590 millions au 15 juillet 1909 ; c'est une diminution d'encaisse de 635 millions ou de près de 20 0/0 en quatre ans et la diminution serait sensiblement plus forte encore si l'on ne considérait que l'encaisse or.

« Ainsi les indices classiques témoigneraient que, sinon une crise commerciale, du moins une époque de ralentissement de l'essor commercial et industriel approche ».

second empire. De 1870 à 1889 pendant une période de près de vingt ans, la quantité est diminuée par la démonétisation de l'argent et le ralentissement de la production de l'or, qui s'abaisse de 680 millions de francs à 517 millions. D'autre part, la demande va en augmentant, parce que les besoins monétaires augmentent. Vers 1888 de nouvelles mines sont découvertes. De 1888 à 1909, on extrait 121 milliards de métal jaune, qui restent dans la circulation sous forme de monnaie.

Cette augmentation prodigieuse, en vingt ans, explique donc l'augmentation des prix : et c'est là, « la preuve de l'influence décisive qu'ont exercée de tout temps l'augmentation ou la diminution des quantités de monnaies sur les prix de toutes choses ».

C'est là l'opinion émise par M. de Contenson dans la *Revue Politique et Parlementaire*, et par M. Daniel Zolla dans la *Revue des Deux-Mondes*. Si donc, d'après ces économistes et avec eux M. Rist, la production de l'or continue à s'accroître, la hausse des prix ne se ralentira pas : il en sera de même de la hausse de l'intérêt, d'après M. Rist, car, avons-nous dit, cette dernière n'est que la conséquence de la hausse des prix.

Or, la rareté de l'or diminue chaque année, surtout depuis 1905-1906. Avant 1895, la production annuelle de l'or n'atteignait pas 200.000 kilogrammes; aujourd'hui grâce surtout à l'emploi de nouveaux procédés d'extraction, elle dépasse 600.000 kilogrammes; elle a donc plus que triplé depuis quinze ans. En 1910, la valeur totale de l'or produit était de :

2.248.000.000 francs. L'année 1911 dépasse encore ce chiffre. Sur cette énorme quantité de métal, un tiers seulement est utilisé pour l'industrie : le reste est monnayé; rien, d'autre part, ne fait prévoir un ralentissement dans cette production; il en résulterait donc, si la théorie de M. Rist est exacte, que le taux de l'intérêt tendra encore à s'élever puisqu'il est lié à la production de l'or.

Ce n'est pas à cette conclusion que nous nous arrêtons.

En fait, la rapidité même et l'amplitude de la hausse de l'intérêt depuis quinze ans, paraît suffisamment nous révéler, qu'il ne s'agit point ici de ces courbes séculaires, qui caractérisent le mouvement évolutif, mais d'une oscillation temporaire et probablement périodique. Et c'est ce que l'histoire confirme aussi. Sous l'empire Romain, le taux de l'intérêt n'était pas plus élevé qu'au milieu de ce siècle, et au XVIII^e siècle, en Hollande, il était déjà tombé aussi bas que vers les années 1896 et 1897. Quant à la période de hausse actuelle, elle semble toucher à son terme, puisqu'on constate déjà depuis les mois d'avril et juin 1913, un arrêt de la baisse des fonds d'Etat et même un léger relèvement dans le courant du mois de juillet.

En résumé, ce qui nous paraît le plus probable, c'est que le taux de l'intérêt, après avoir atteint un certain point maximum, auquel il semble que l'on soit à peu près arrivé, restera stationnaire pendant un temps impossible à déterminer, mais que dans l'avenir, il passera par les mêmes longues périodes

alternantes de hausse et de baisse que dans le passé.

L'expérience prouve que le relèvement du taux de l'intérêt et la cherté relative des capitaux sont des faits momentanés, de même que l'abaissement du taux de l'intérêt, à des conditions extrêmement réduites, a fait place à un relèvement de ces mêmes taux. Quand on étudie l'histoire économique et financière sur une longue période, on s'aperçoit que ces hausses et ces baisses du taux de l'intérêt du loyer des capitaux, se produisent, disparaissent, se reproduisent, alternent entre elles sous l'influence de causes diverses et multiples causes générales où particulières.

Le grand défaut de l'école optimiste est d'avoir trop subi l'influence des événements contemporains, en attribuant à des faits accidentels un caractère de permanence et de nécessité et en tirant des conséquences opposées aux faits de l'histoire. Le véritable critérium d'une théorie, c'est de la voir vraie dans toutes les circonstances semblables, dans tous les phénomènes sociaux. L'histoire de l'intérêt est donc une oscillation constante, et la théorie de l'intérêt, une théorie rythmique. C'est que l'intérêt n'est pas, en effet, le produit d'une force unique mais le jouet des forces nombreuses, toujours en mouvement, perpétuellement en conflit qui règnent dans le milieu social ; forces ascendantes comme la faiblesse de l'épargne, l'insécurité, la productivité des capitaux, les emprunts ; et forces déprimantes, telles que la puissance de l'épargne, la sécurité, l'improductivité, des capitaux. Si ces forces étaient rigoureusement égales le taux de l'intérêt serait fixe ; il est évident,

au contraire, qu'elles sont extrêmement variables : la marche de l'intérêt commencée dans une direction de hausse et de baisse, ne peut continuer toujours dans le même sens ; nous écarterons donc toute idée de stabilité dans le taux de l'intérêt, toute idée aussi de mouvement dans un sens déterminé toujours le même.

Le mouvement de l'intérêt ne pouvant donc être uniforme, c'est dans le rythme qu'il faut rechercher la règle auquel il est astreint ; ainsi donc l'intérêt ; comme tous les phénomènes économiques et sociaux est soumis à la loi du rythme : cette loi nous semble inéluctable pour lui : nous en avons eu la démonstration lorsque nous avons vu les gouvernements, voulant décréter l'uniformité du taux de l'intérêt, contraints de reconnaître leur impuissance devant les violations nombreuses auxquelles cette loi avait donné lieu (1).

Mais, tout en adoptant cette loi du rythme de l'intérêt pour de longues périodes historiques, nous ne croyons pas impossible de dégager une tendance du taux de l'intérêt, en ce qui concerne une période historique de courte durée.

A la faveur des explications que nous avons données sur le profit et l'intérêt, nous croyons pouvoir dire que si le taux de l'intérêt est arrivé à un point que l'on peut considérer comme un maximum, il nous paraît probable qu'il se maintiendra à ce taux pendant quelque temps encore. Nous avons indiqué, en effet, que l'intérêt et le profit ne nous sem-

(1) Voir la première partie de notre étude.

blait pas se différencier l'un de l'autre : si donc nous sommes dans une ère de profits faciles et élevés nous pouvons dire que le taux de l'intérêt suivra une marche parallèle.

Or, il semble bien que nous traversions une semblable période. C'est du moins l'avis émis par M. Brouilhet.

« Au point de vue historique, écrit-il (1), la période, que l'on peut appeler contemporaine, se divise en phases très caractérisées, dont le point de séparation se place dans les années 1895 et 1898. Dans la première phase (qui succéda aux environs de 1870 à une phase toute contraire), la facilité de réalisation du profit par le capital va plutôt en diminuant, soit dans l'agriculture, soit dans l'industrie et le commerce des pays de vieille civilisation, soit dans la colonisation qui traverse une période assez ingrate. Mais c'est précisément dans cette phase d'inaction relative que s'élaborent à cause précisément des difficultés rencontrées, les méthodes capitalistiques de concentration et d'intégration, qui vont préparer une ère nouvelle ».

Cette ère nouvelle, commence entre 1895 et 1898 et, actuellement, nous sommes dans son plein épanouissement. L'étude descriptive du taux de l'intérêt, à laquelle nous nous sommes livrés, indique précisément que c'est depuis ces années 1896 et 1897 que le taux de l'intérêt s'est relevé. Dans tous les compartiments où s'exerce l'activité économique,

(1) M. Brouilhet, *Précis d'Economie Politique*, page 692.

de nouvelles méthodes se révèlent, soit dans l'ordre technique, soit dans l'ordre juridique, soit dans l'ordre financier : l'électricité, en particulier joue le rôle dévolu dans la phase antérieure à 1870 à la généralisation du moteur à vapeur. La colonisation a pris une ampleur inconnue à ce jour. L'organisation capitaliste tirant partie de tous ces éléments, a fait des progrès qui se sont caractérisés par un rendement plus élevé du capital.

« Nous sommes donc dans une ère de profits plus faciles (non pas aux individus mais aux collectivités) par l'effet convergent d'un accroissement de l'abondance des capitaux, ainsi que des possibilités et par une affirmation notoire de l'esprit d'organisation à l'encontre de l'esprit de concurrence. C'est une preuve et une conséquence d'un intense effort réalisé par l'humanité pour l'adaptation à ses besoins des éléments du monde extérieur ».

Vu :

Lyon, le 11 octobre 1913.

Le Président de la Thèse,

C. BROUILHET.

Vu :

Lyon, le 14 octobre 1913.

Le Doyen de la Faculté,

L. JOSSERAND.

PERMIS D'IMPRIMER :

Lyon, le 15 octobre 1913.

Le Recteur de l'Académie,

JOUBIN.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION.....	7

PREMIÈRE PARTIE

Théorie du taux de Capitalisation

CHAPITRE UNIQUE.....	15
<i>Section I.</i> — Définition. Notions générales.....	15
<i>Section II.</i> — Comment se détermine le taux de capitalisation.....	19
<i>Section III.</i> — Le profit et l'intérêt.....	39

DEUXIÈME PARTIE

Etude descriptive des Phénomènes d'Elévation récente du taux de Capitalisation

CHAPITRE PREMIER. — Considérations générales. Coup d'œil historique.....	53-60
	12

	Page
CHAPITRE II. — Mouvements des fonds d'Etats et valeurs à revenu fixe.....	70
<i>Section I.</i> — Les fonds d'Etat.....	70
<i>Section II.</i> — Les valeurs à revenu fixe autres que les fonds d'Etat.....	90
CHAPITRE III. — Mouvements des valeurs à revenu variable.....	97

TROISIÈME PARTIE

Les Causes. — La Durée probable

CHAPITRE PREMIER. — Influence du développement des relations commerciales et industrielles mondiales. — Influence des conversions de rentes. — Concurrence des capitaux employés en rente d'Etat d'une part avec ceux employés en titres industriels d'autre part.....	105
CHAPITRE II. — Les causes d'élévation du taux de capitalisation d'après les économistes. — Opinions de MM. Saugrain, Artaud, Ehrlich, Vidal, B.-G. Lévy, Zadocks, d'Eichthal, Deschamps, Leroy-Beaulieu.....	116
Les causes d'après M. Mourre, M. Rist.....	123
CHAPITRE III. — La durée probable. Existe-t-il une direction générale du taux de l'intérêt. Que faut-il souhaiter ? Avenir immédiat.....	148

